

SUSTENTABILIDADE DAS DÍVIDAS EXTERNA E PÚBLICA

RELATÓRIO DO GRUPO DE TRABALHO

Abril 2017

Índice

Apresentação	7
Sumário Executivo.....	9
PARTE I – Os caminhos da Dívida	13
1. A crise da zona euro é uma crise de desequilíbrios externos.....	13
2. A redução sustentada da dívida externa deve constituir um objetivo central da política económica portuguesa	16
3. A elevada dívida externa portuguesa resulta da conjugação de diferentes fatores internos e externos	17
4. Uma redução substancial da dívida externa atual depende da redução da dívida pública	24
4.1. Tendências recentes da dívida externa e da dívida pública	24
4.2. A situação atual da dívida pública	26
4.3. Um cenário para a evolução das finanças públicas (2017-2047)	27
PARTE II – Medidas para a Sustentabilidade da Dívida Pública	33
1. Medidas pontuais de otimização da despesa pública e da balança de rendimentos.....	33
2. Alteração dos critérios para a constituição de provisões pelo Banco de Portugal.....	34
2.1. Efeitos do programa de compra alargada de dívida do BCE	34
2.2. Comparação da Política de Provisões do BdP com a dos congéneres europeus	34
2.3. Medida I: Alteração dos procedimentos e dos critérios para a constituição de provisões pelo Banco de Portugal.....	40
3. Alteração das maturidades médias da Dívida Direta do Estado.....	42
3.1. Dívida Direta do Estado: evolução, estrutura e juros.....	42
3.2. A gestão da Dívida Pública e as <i>yields</i> das obrigações do Tesouro	44
3.3. Medida II: Reduzir a maturidade média da DDE, excluindo dívida ao FMI e à União Europeia, de 6,6 para cerca de 4,9 anos.....	51
4. Operações de recompra antecipada e troca de dívida: a dívida ao FMI	52
4.1. Gestão da Dívida de Portugal ao FMI	52
4.2. Medida III: Recompra antecipada de dívida ao FMI	53
5. Melhoria da gestão da dívida pública, das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas e da unidade de tesouraria do Estado	54
5.1. As disponibilidades líquidas e a unidade de tesouraria do Estado e a unidade de tesouraria da Segurança social.....	54
5.2. A dívida direta do Estado que não é dívida de Maastricht.....	56
5.3. Os custos e os benefícios da “almofada financeira” do Estado.....	57

5.4. Medida IV: Melhoria da gestão da dívida pública, da tesouraria do “Estado” e da Segurança Social e da “almofada financeira” das Administrações Públicas	58
6. Efeitos das Medidas I a IV e do programa PSPP do BCE	59
6.1. Efeitos nas contas públicas	59
6.2. Efeitos na trajetória da dívida pública	61
7. Efeitos das Medidas I a IV e do programa PSPP do BCE nas contas externas e na dívida externa	63
PARTE III – Escolhas europeias para a sustentabilidade da dívida	67
1. Estratégia de gestão da dívida pública em 2017	67
1.1. Introdução	67
1.2. A evolução das regras do PSPP	67
1.3. O efeito estimado das alterações ao PSPP no mercado de dívida pública portuguesa	71
1.4. Alterações sugeridas.....	72
2. Um processo Europeu de reestruturação das dívidas públicas	73
2.1. Uma proposta de reestruturação da dívida.....	73
2.2. Efeitos das medidas propostas nas contas externas e na dívida externa	77
PARTE IV – Notas finais	79

Índice de Figuras

Figura 1 - Variação do Ativos Estrangeiros Líquidos dos países da zona euro entre 1995 e 2007	14
Figura 2 - Relação entre os Ativos Estrangeiros Líquidos em percentagem do PIB em 2007 e a média das taxas de juro de longo prazo entre 2010 e 2012 nos países da zona euro.	16
Figura 3 - Evolução do saldo acumulado das Balanças Corrente e de Capital (% PIB), 1996-2015.	17
Figura 4 - Principais contributos para a evolução das Balanças Corrente e de Capital entre os biénios de 1996-1997 e 2006-2007 (médias bienais, em percentagem do PIB).....	18
Figura 5 - Evolução do diferencial entre a remuneração dos ativos no exterior e a remuneração dos passivos face ao exterior (p.p.), 1996-2015.....	19
Figura 6 - Decomposição da dinâmica do rácio da dívida externa líquida no PIB entre 1997 e 2015..	21
Figura 7 - Evolução da taxa de remuneração implícita na dívida externa líquida, 1997 e 2015.	22
Figura 8 - Contributos para a evolução do saldo das Balanças Corrente e de Capital por sector institucional, 2011-2015.	23
Figura 9 - Peso da Dívida Externa Bruta por setor institucional de 2009 a 2015.....	24
Figura 10 - Dinâmica da dívida bruta das administrações públicas	25
Figura 11 - Composição da Dívida Direta do Estado (DDE).....	42
Figura 12 - Maturidade média residual (em anos) da Dívida Pública de Portugal.	45
Figura 13 - Maturidade média residual da Dívida Direta do Estado.....	46
Figura 14 - Maturidade das novas emissões de dívida de médio e longo prazo.	46
Figura 15 - Taxa de juro implícita, no mercado secundário, das Obrigações do Tesouro a 10 anos....	48
Figura 16 - Efeito de alterações da taxa de juro implícita na trajetória da dívida pública (crescimento nominal 3,2% e saldos primários nulos).	49
Figura 17 - Trajetória da dívida pública.	61
Figura 18 - Saldo primário necessário para respeitar a trajetória da dívida pública (cenário base). ...	62
Figura 19 - Efeito das Medidas I a IV nos saldos primários necessários para cumprir a trajetória da dívida pública do PEC.....	62
Figura 20 - Efeito das Medidas I a IV e do programa PSPP nos saldos primários necessários para cumprir a trajetória da dívida pública do PEC.	63
Figura 21 - Compras mensais de dívida pública portuguesa no âmbito do PSPP	69
Figura 22 - Compras por país no âmbito do PSPP.....	70
Figura 23 - Saldo primário necessário para assegurar a trajetória da dívida pública de acordo com as regras do PEC.....	76

Índice de Quadros

Quadro 1 - Dívida Bruta de Maastricht por tipo de instrumento em 2015 e 2016.	27
Quadro 2 - Dívida Bruta de Maastricht por sector detentor da dívida em 2015 e 2016.	27
Quadro 3 - Cenários para o rácio da dívida no PIB, determinados pelo saldo estrutural (sem e com ajustamentos) e pela regra da dívida.	29
Quadro 4 - Provisões para riscos genéricos relativos a ativos do programa PSPP, constituídas por bancos centrais da zona euro (relativos aos Relatórios e Contas do exercício de 2015).....	38
Quadro 5 - Impacto de uma alteração das políticas de provisionamento por parte do BdP	39
Quadro 6 - Estimativa do efeito do programa PSPP nas contas públicas (sem provisões para riscos gerais).	40
Quadro 7 - Juros e outros encargos da dívida direta do Estado (Ótica das Contas Nacionais, EUR milhões)	43
Quadro 8 - Taxa de juro implícita média da dívida direta do Estado, por instrumento de dívida (Juros/Stock médio).	44
Quadro 9 - Maturidade média residual da DDE (após swaps; set-2016).....	44
Quadro 10 - Estimativa da taxa de juro implícita da DDE-Empréstimos UE/FMI e respetiva maturidade média final (set-2016).....	44
Quadro 11 - Taxas de juro implícita (“yields”) de Obrigações do Tesouro, por prazo de maturidade (%; fecho do mercado a 18/5, a 30/9 e a 30/12).....	47
Quadro 12 - Necessidades de refinanciamento de OTs junto de investidores institucionais, em função da maturidade média residual de 6,5 e 5,0 anos, com volumes de refinanciamento anuais constantes.....	50
Quadro 13 - Simulação dos efeitos da alteração da composição e maturidade da DDE.....	51
Quadro 14 - Reembolsos antecipados ao FMI à data de setembro/2016.	52
Quadro 15 - Plano de pagamentos de Portugal ao FMI (EUR milhões).	52
Quadro 16 - Previsão de poupança com reembolsos antecipados ao FMI com base em emissão de dívida com a mesma maturidade.	54
Quadro 17 - Efeitos das medidas propostas nas contas públicas.....	60
Quadro 18 - Efeitos das medidas propostas, da amortização da dívida ao FMI e do programa PSPP na balança de rendimento primário.	64
Quadro 19 - Comparação de Portugal e Itália: peso da dívida titulada de médio e longo prazo.....	71
Quadro 20 - Efeitos da reestruturação da dívida do sector oficial bem como das medidas propostas nas contas públicas.	75
Quadro 21 - Efeitos das medidas propostas na balança de rendimento primário.	77

Apresentação

1. O Partido Socialista e o Bloco de Esquerda assinaram uma posição conjunta sobre a situação política a 10 de novembro de 2015, num processo que levou à formação do XXI Governo Constitucional.
2. O anexo da posição conjunta previa, entre outros, a criação de um Grupo de Trabalho para a avaliação da sustentabilidade da dívida externa. Desse Grupo de Trabalho, constituído no primeiro semestre de 2016, resultou este Relatório subscrito pelos autores:
 - Francisco Louçã
 - João Galamba
 - Miguel St. Aubyn
 - Paulo Trigo Pereira
 - Pedro Filipe Soares
 - Pedro Gil
 - Ricardo Cabral
 - Ricardo Paes Mamede
3. O Grupo de Trabalho contou também com a participação do Secretário de Estado do Orçamento, João Leão. Agradece-se à Dra. Manuela Paixão e às entidades oficiais a informação estatística disponibilizada.
4. O presente relatório é o resultado do debate no seio do Grupo de Trabalho e as suas propostas resultam do consenso possível ao longo do período de atividade.
5. A responsabilidade por quaisquer eventuais erros ou omissões é dos autores do relatório.

Sumário Executivo

1. O peso da dívida externa, na qual está englobada grande parte da dívida pública, restringe o crescimento económico do país e as suas escolhas democráticas. O presente relatório procura explicar as dinâmicas da criação destas dívidas e contribuir com algumas propostas para um debate essencial ao país.

2. A denominada crise das dívidas soberanas não teve o seu epicentro nas finanças públicas. Começou por ser uma crise bancária e de desequilíbrios externos que, no quadro de uma União Económica e Monetária (UEM), disfuncional e incompleta, se transformou numa crise das finanças públicas.

3. Entre 2008 e 2016, a trajetória da dívida externa passou a ser essencialmente determinada pela evolução da dívida pública, o contrário do sucedido entre 1995 e 2008. Assim, apesar de não ser suficiente, é necessário melhorar as condições de sustentabilidade da dívida pública para melhorar as condições de sustentabilidade da dívida externa.

4. Portugal tem a terceira maior dívida pública em percentagem do Produto Interno Bruto (PIB) da zona euro e é o membro da UEM que, percentualmente, mais rendimento nacional despende no pagamento de juros da dívida, à frente da Itália e da Grécia. Só em 2016, o pagamento de juros da dívida pública representou cerca de 4,5% do PIB, 8,3 mil milhões de euros em contabilidade pública. O cumprimento de metas relativas ao saldo estrutural, de acordo com o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), e aos limites da dívida, que decorrem do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança da União Económica e Monetária, mais conhecido como Tratado Orçamental, exige à República Portuguesa a obtenção anual e permanente de saldos primários elevados, algo que nenhum outro Estado-membro da União Europeia (UE) conseguiu alcançar nas condições atualmente colocadas à economia nacional.

5. Entre 2016 e 2017 está previsto que Portugal passe de um saldo primário de aproximadamente 2,2% do PIB para cerca de 2,7%. Para continuar a cumprir estas regras europeias, o saldo primário terá de voltar a aumentar em 2018. Sem uma redução do peso dos juros sobre o PIB, a redução do défice global, compatível com as metas do Tratado Orçamental, só será possível através de saldos primários excessivamente elevados. Uma política orçamental permanente desta natureza e dimensão, para além de um pesado fardo sobre a economia e o desenvolvimento nacionais, dificilmente é sustentável, económica, social e politicamente, a médio e longo prazo.

6. Para responder ao peso excessivo dos encargos com a dívida pública, o Grupo de Trabalho (GT) desenvolveu dois estudos distintos: um sobre medidas pontuais de otimização da despesa pública e da balança de rendimentos, apresentando um conjunto de escolhas que dependem essencialmente da vontade do Governo português e de outras instituições nacionais; e outro sobre as condições necessárias a um processo europeu de reestruturação de dívidas públicas excessivas, em que se expõem ideias que Portugal deve defender a nível europeu num quadro de diálogo multilateral.

7. As propostas de medidas pontuais para otimização da despesa pública e da balança de rendimentos são:

- a. **Ajustamento da política de constituição de provisões para riscos gerais por parte do Banco de Portugal**, para maximizar o impacto favorável do programa alargado de compras de

ativos do setor público do BCE (PSPP) nas contas públicas e melhor assegurar a transmissão da política monetária do BCE. Assim, através da redução substancial nas provisões para riscos gerais, o PSPP passaria a ter um efeito adicional nas contas públicas de cerca de 450 milhões de euros em 2017 e 195 milhões de euros em 2018. As provisões passariam a ser constituídas apenas para fazer face a riscos gerais devidamente identificados e fundamentados.

b. Redução das maturidades médias da Dívida Direta do Estado (DDE). A maturidade média residual da DDE, excluindo dívida às instituições oficiais, passou de 5,1 anos, no final de 2013, para 6,6 anos, no final de 2016, com o objetivo de reduzir o risco de refinanciamento da República, num contexto de regresso a operações de financiamento nos mercados financeiros internacionais. O GT propõe a redução da maturidade média residual da DDE, excluindo dívida à UE e ao FMI, de 6,6 para 4,9 anos, nomeadamente através da emissão de Obrigações do Tesouro com maturidades mais baixas que as praticadas até à data. Estima-se que poderia ser possível, às taxas de juro atuais, reduzir a taxa de juro implícita média da DDE em 0,4 a 0,5 pontos percentuais, resultando numa diminuição da despesa com juros, *ceteris paribus*, de cerca de 390 milhões de euros em 2018, evoluindo para perto de 1300 milhões de euros em 2023, efeito esse que permaneceria após essa data. As estimativas são indicativas e dependem do impacto que a alteração da maturidade média residual da dívida teria na curva de *yield* da dívida da República.

c. Recompra antecipada da dívida ao FMI. A dívida de Portugal ao FMI é mais de 187,5% da quota de Portugal nessa instituição, pelo que a componente acima desse limiar está sujeita a um *spread* de agravamento da taxa de juro desse financiamento equivalente a 300 pontos base (3 p.p.). O GT propõe a expansão e antecipação dos planos do Governo (conhecidos à data da realização das estimativas desta medida), consistindo na amortização antecipada de 7,9 mil milhões de euros de dívida ao FMI já em 2017, medida que seria acompanhada do encerramento das posições de derivados cambiais que protegem o risco de exposição cambial relativo a essa dívida. Estimam-se poupanças globais entre 2018 e 2021, último ano em que decorrem benefícios da medida, de quase 900 milhões de euros, sendo que os efeitos orçamentais mais significativos (284 milhões de euros em cada ano) ocorreriam precisamente em 2018 e 2019. A adoção desta medida depende da concordância prévia das autoridades europeias.

d. Otimização da gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas. O GT propõe que seja otimizada a gestão das disponibilidades líquidas (depósitos e dinheiro em espécie) das Administrações Públicas, criando incentivos para que mais entidades das Administrações Públicas depositem voluntariamente as respetivas disponibilidades líquidas junto do IGCP, que as depositaria junto do Banco de Portugal. A acontecer, o IGCP poderia gradualmente reduzir os níveis globais das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas. A título indicativo, o GT estima que, se se reduzissem as disponibilidades líquidas das Administrações Públicas até 2022 para 12,7 mil milhões de euros, seria possível obter poupanças anuais na despesa com juros, novamente em condições *ceteris paribus*, de cerca de 333 milhões a partir de 2023. Evidentemente, as poupanças dependeriam da capacidade efetiva do IGCP em reduzir as disponibilidades líquidas das Administrações Públicas face às necessidades de liquidez dos diferentes organismos do Estado.

8. O efeito das medidas pontuais seria relevante para a redução do peso anual dos juros da dívida pública. Em contabilidade pública, estima-se um efeito conjunto favorável das quatro medidas (que difere da soma dos efeitos das medidas individuais devido à alteração do portfólio da dívida que ocorre nesse período) nas despesas e nas receitas públicas de cerca de 450 milhões de euros, já em 2017, subindo gradualmente para cerca de 1200 milhões de euros em 2023, mantendo-se a esse nível anual, após essa data.

9. O efeito das medidas acima referidas na trajetória e sustentabilidade da dívida pública é modesto, não sendo suficiente para reduzir significativamente o endividamento externo líquido do país. Partindo desse enunciado, o estudo sobre as condições necessárias a um processo europeu de reestruturação das dívidas públicas elevadas reveste-se de particular relevância por desenhar uma via através da qual é possível alterar profundamente o modelo de gestão da dívida pública.

10. Nesse sentido, é formulada a proposta de alargamento da dimensão e efeito do programa de mutualização da dívida pública portuguesa do FEEF e MEEF, reestruturando esses empréstimos do setor oficial para uma taxa de juro média de 1% e uma maturidade média residual de 60 anos, mais 45 anos do que atualmente.

11. Nesse caso, a reestruturação de dívida seria baseada numa redução da taxa de juro e no alargamento de maturidades da componente da dívida pública detida por credores oficiais não residentes, excluindo dívida ao FMI. Esta dívida não é titulada, logo é não transacionável em mercado, correspondendo à componente europeia (FEEF e MEEF) do empréstimo do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (PAEF), de 17 de maio de 2011. Não seria necessária uma reestruturação do valor facial dessa parte da dívida pública. A restante dívida pública não seria afetada. A reestruturação não constituiria um evento de incumprimento uma vez que seria realizada através de acordo com os parceiros europeus.

12. Em paralelo, assume-se que existiria um consenso no Conselho do Banco Central Europeu para manter indefinidamente no seu balanço e no do Banco de Portugal a dívida pública que foi adquirida no âmbito do Programa Alargado de Compra de Ativos (PSPP).

13. Desta forma, seria mutualizado, a nível europeu, um total de 51,6 mil milhões de euros de dívida direta do Estado, o que, em conjunto com a alteração do programa PSPP, contribuiria para uma significativa redução da despesa com juros e dos presentes montantes das dívidas pública e externa.

14. Para além do efeito direto, referido nos pontos anteriores, a reestruturação do empréstimo aos fundos da União Europeia contribuiria para a melhoria das condições de mercado para a parte não reestruturada da dívida pública. A reestruturação da dívida oficial ao FEEF e MEEF ajudaria a criar condições para uma evolução favorável do *rating* da dívida pública portuguesa.

15. A centralidade atribuída neste relatório às estratégias de redução da dívida das administrações públicas no curto e médio prazos é justificada pelo relevo atual da dívida pública no conjunto da dívida externa portuguesa. Porém, a sustentabilidade da dívida externa portuguesa no longo prazo depende de fatores que extravasam as estratégias que foram objecto de discussão. O GT considera desejável o desenvolvimento de uma estratégia nacional abrangente e sistemática de promoção da sustentabilidade das contas externas portuguesas, identificando alguns eixos que poderão orientar o desenvolvimento do trabalho neste domínio.

PARTE I – Os caminhos da Dívida

1. A crise da zona euro é uma crise de desequilíbrios externos

Existe hoje um acordo alargado entre economistas de que a crise que afetou a zona euro desde 2010 está intrinsecamente relacionada com a acumulação de desequilíbrios macroeconómicos externos entre os países que participam na União Económica e Monetária (UEM)¹.

O processo de integração monetária no seio da União Europeia (UE) criou condições para um aumento substancial dos fluxos de capitais entre os países participantes desde meados da década 1990. Fatores como a liberalização dos movimentos de capitais, a redução/eliminação do risco cambial, a crescente homogeneização e integração dos sistemas financeiros, entre outros, contribuíram para o aprofundamento dos fluxos intraeuropeus de capitais.

Embora se tenham registado movimentos de capitais em várias direções, predominaram os fluxos de recursos financeiros oriundos do centro económico da UE para as economias periféricas, por dois motivos principais. Primeiro, porque se trata de economias com maiores carências de liquidez, menor intensidade capitalística e mercados de capitais menos desenvolvidos. Segundo, porque existia até recentemente uma expectativa de que as periferias da zona euro tenderiam a convergir em termos económicos com os países mais avançados da UE, o que implicaria taxas de crescimento mais elevadas e, logo, maiores taxas de retorno dos investimentos aí realizados.

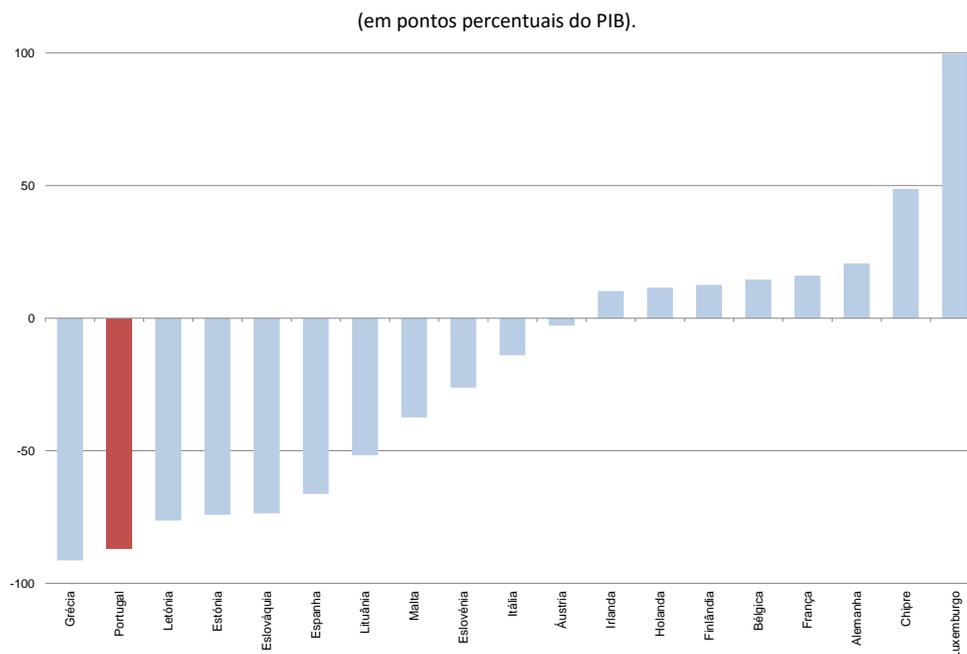
Entre meados da década de 1990 e o início da grande crise económica internacional em 2007/2008, os capitais internacionais afluíram às periferias da zona euro assumindo diversas formas: investimento direto estrangeiro e outras formas de participação no capital das empresas, aquisição de títulos de dívida pública e privada, empréstimos bancários, entre outros.

Durante vários anos, o forte afluxo de capitais às economias periféricas contribuiu para reforçar a expectativa de elevados ritmos de crescimento económico nessas economias, na medida em que permitiu acelerar o crescimento do investimento e do consumo, gerando efeitos expansionistas no curto prazo.

No entanto, a entrada de capitais externos nas economias periféricas conduziu também a uma rápida e acentuada deterioração das posições externas da maioria das economias periféricas da zona euro, contrastando com a melhoria das posições externas das economias mais centrais (ver Figura 1)

¹ Ver, por exemplo, R. Baldwin e F. Giavazzi (Orgs.) (2015), *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions*, VoxEU.org eBook / CEPR Policy Insight.

Figura 1 - Variação do Ativos Estrangeiros Líquidos dos países da zona euro entre 1995 e 2007



Fonte: Philip R. Lane e Gian Maria Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II" dataset, <http://www.philiplane.org/EWN.html>

Os riscos associados a um elevado nível de endividamento externo são conhecidos². Tais riscos passam, nomeadamente, pela possibilidade de ocorrência de “paragens bruscas” (*sudden stops*) nos fluxos de financiamento externo das economias endividadas, traduzindo-se numa subida abrupta das taxas de juro exigidas pelos investidores internacionais.

No caso de economias avançadas que possuem moeda própria, a dívida pública pode ser direta ou indiretamente financiada através da emissão de moeda, reduzindo os riscos de incumprimento por parte dos Estados. Mesmo no caso de Estados que contraem dívida numa moeda que não controlam (como é o caso das economias emergentes e dos países que integram a zona euro), a dívida pública só tende a constituir um fator relevante de risco acrescido quando surge associada a elevados níveis de dívida externa, por três motivos: primeiro, se a dívida pública for interna, o Estado pode reduzi-la parcialmente através da tributação dos credores; segundo, se a dívida pública for interna, os juros pagos aos credores permanecem no país, o que tende a penalizar menos a atividade económica e, logo, os riscos de incumprimento; finalmente, se a dívida pública for interna, tende a haver maior resistência política nacional a um eventual incumprimento, reduzindo também por essa via a probabilidade de um tal evento (contrastando com uma situação em que a generalidade dos credores são estrangeiros).³

² Estes riscos foram discutidos tendo por referência o caso português antes ainda da crise económica internacional. Ver, por exemplo, O. Blanchard (2007), “Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal”, *Portuguese Economic Journal*, 6(1), 1-21.

³ Note-se que, para os investidores internacionais, níveis de dívida externa mais elevados acarretam riscos mais significativos do que elevados níveis de dívida pública, por diferentes razões. Sobre isto ver, por exemplo, D. Gros (2011) “External versus

Na sequência da crise internacional de 2007/2008 vários países periféricos da zona euro detinham elevados níveis de dívida externa em percentagem do PIB, não dispondo de instrumentos de política económica próprios para fazerem face a necessidades imediatas de liquidez, num contexto de grande incerteza e instabilidade financeira internacional. Como seria expectável, isto resultou na rápida perda de acesso ao financiamento privado internacional.

Neste contexto, à semelhança do que se verificou noutros países da zona euro, Portugal viu aumentar a sua dependência face aos mecanismos de financiamento previstos no Sistema Europeu de Bancos Centrais (nomeadamente, o sistema *Target 2*) a partir do início de 2009.

A revelação da real extensão das dificuldades financeiras da economia grega acentuou o receio dos investidores internacionais relativamente a eventuais perdas do valor de ativos gregos na sua posse. O caso grego contribuiu para tornar evidente a inexistência de mecanismos instituídos no seio da zona euro para fazer face a situações de emergência financeira dos Estados Membros, não sendo então clara a disponibilidade dos principais responsáveis pelas instituições da UE para adotar e implementar rapidamente esse tipo de mecanismos. Tal constatação aumentou ainda mais o clima de desconfiança nos mercados financeiros, penalizando outras economias com situações financeiras mais débeis.

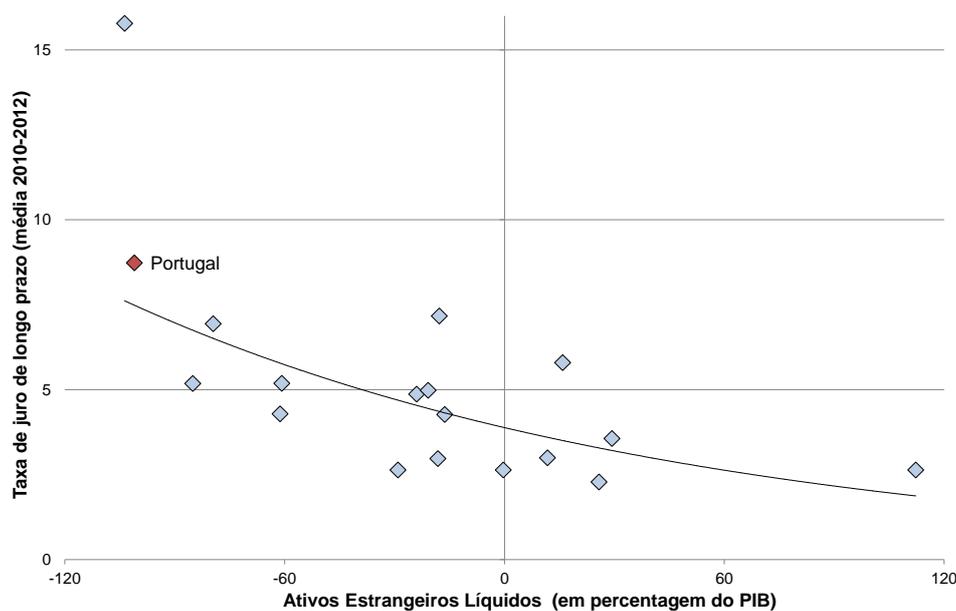
Assim, a partir do início de 2010 os fluxos de capitais privados para as economias nacionais mais vulneráveis da zona euro caíram acentuadamente, tornando-as ainda mais dependentes do sistema *Target 2* para o seu financiamento.

A indisponibilidade por parte do BCE para continuar a financiar as economias nacionais em causa através dos respetivos sistemas bancários conduziu ao recurso a empréstimos oficiais, acompanhados de “programas de ajustamento”, como forma de evitar o incumprimento no pagamento das dívidas públicas (que entretanto haviam crescido de forma acentuada, como reflexo da desaceleração da atividade económica, das políticas orçamentais adotadas em resposta à crise internacional e dos apoios públicos ao sector financeiro).

A “crise das dívidas soberanas”, como foi então designada a crise de financiamento que afetava alguns Estados Membros da UE, surge assim fortemente associada ao problema do endividamento externo das economias afetadas. De facto, a subida abrupta das taxas de juro implícitas dos títulos da dívida soberana afetou de forma particularmente marcante os países com dívidas externas e públicas mais elevadas (em proporção do PIB respetivo). Por contraste, de uma forma geral, os países com excedentes externos seriam menos penalizados e, em alguns casos, acabariam por funcionar como destino dos capitais em fuga das economias afetadas (ver Figura 2).

domestic debt in the euro crisis”, VoxEU, 24 de maio. Do que ficou dito resulta que a dinâmica potencialmente diferente da dívida externa e da dívida pública, existe sobretudo quando grande parte da dívida pública é interna. Se a quase totalidade da dívida pública for relativamente a não residentes, ou denominada numa moeda que o país não controla (caso do euro), e a dívida pública (externa) constituir uma proporção considerável da dívida externa, ambas as variáveis têm um comportamento semelhante.

Figura 2 - Relação entre os Ativos Estrangeiros Líquidos em percentagem do PIB em 2007 e a média das taxas de juro de longo prazo entre 2010 e 2012 nos países da zona euro.



Em suma, a crise que se instalou na zona euro a partir de 2010 é, na sua essência, uma crise de dívidas externas. Por sua vez, a instabilidade financeira vivida na zona euro desde 2010 tem acentuado os desequilíbrios externos entre as economias da UE.

2. A redução sustentada da dívida externa deve constituir um objetivo central da política económica portuguesa

O anúncio do programa de OMT (*Outright Monetary Transactions*) pelo BCE no Verão de 2012 e as políticas monetárias prosseguidas desde então permitiram diminuir significativamente a instabilidade financeira na zona euro, favorecendo a redução acentuada dos custos de financiamento das economias mais afetadas pela crise.

No entanto, a intervenção do BCE não permite, por si só, corrigir os problemas que estiveram na origem do aumento das dívidas externas daqueles países ao longo dos anos, nem responder aos problemas que decorrem dos atuais níveis de dívida externa.

De facto, a conjugação de níveis elevados de dívida externa e de fracas perspetivas de crescimento económico no curto e no médio prazos contribuem para que os prémios de risco sobre a dívida de alguns países se mantenham elevados.

Na verdade, a manutenção de elevados níveis de dívida externa e pública é ela própria um constrangimento à retoma da economia portuguesa na atualidade, por duas razões: primeiro, conduzem a uma permanente saída de recursos do país, em particular sob a forma de juros pagos ao

exterior; e, segundo, refletem-se em custos mais elevados de financiamento da economia portuguesa, agravando ainda mais as dificuldades do presente.

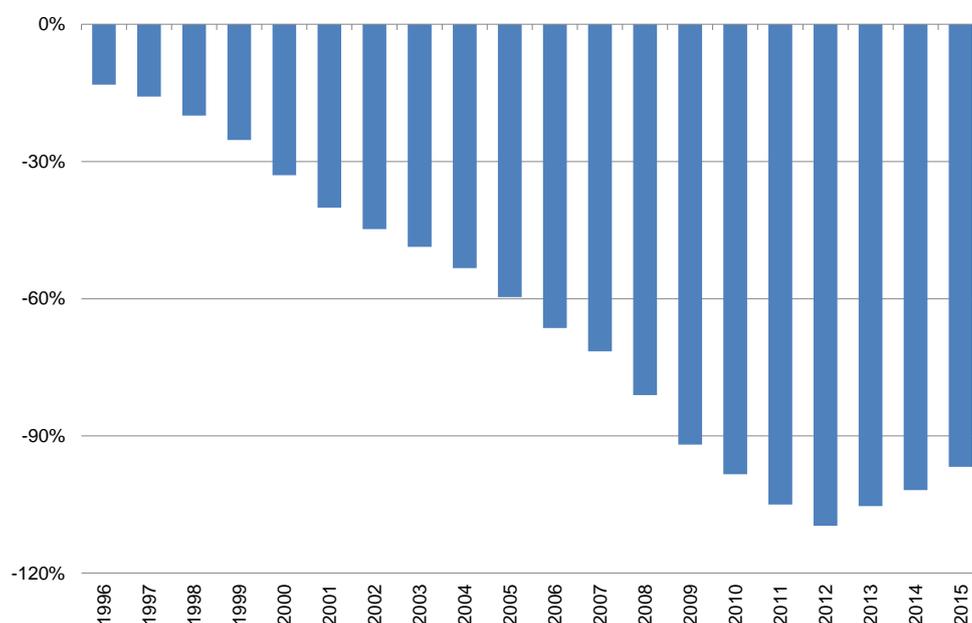
Reduzir a dívida externa de forma sustentada deve, pois, ser assumido como um objetivo central de política económica, a par do crescimento económico e da criação de emprego.

A conceção de uma estratégia de redução sustentada da dívida externa portuguesa pressupõe um diagnóstico robusto dos fatores que estiveram na origem do aumento do endividamento registado desde o início da década de noventa, bem como uma caracterização dessa dívida na atualidade. O primeiro aspeto contribuirá para prevenir o avolumar de dívida externa no futuro; o segundo aspeto ajudará a perceber como é possível diminuir o peso da dívida externa no curto e no médio prazos.

3. A elevada dívida externa portuguesa resulta da conjugação de diferentes fatores internos e externos

O aumento da dívida externa líquida portuguesa desde o início da década de 1990 reflete, fundamentalmente, a acumulação de défices anuais das Balanças Corrente e de Capital (ver Figura 3). Para tal contribuíram a generalidade dos componentes destas balanças externas (Balança de Bens e Serviços, Balança de Rendimentos, Balança de Transações Correntes e Balança de Capitais).

Figura 3 - Evolução do saldo acumulado das Balanças Corrente e de Capital (% PIB), 1996-2015.



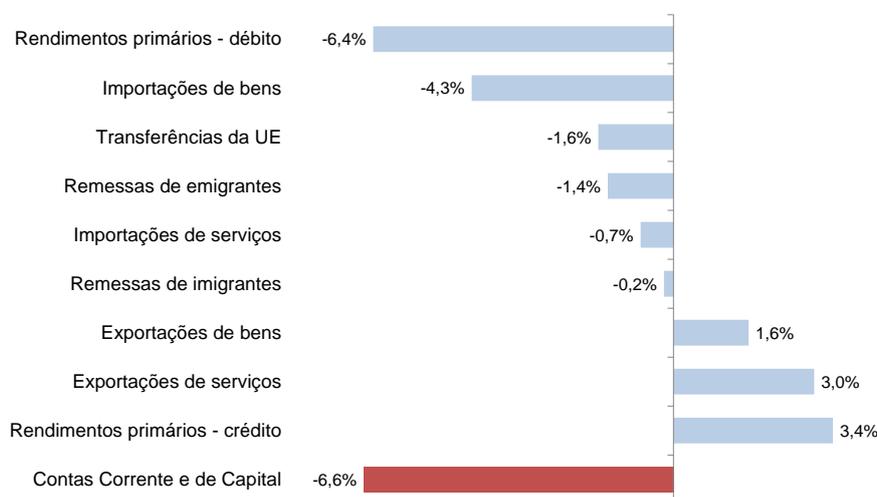
Fonte: Boletim Estatístico - Estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional, Banco de Portugal, www.bportugal.pt

Por comparação com os outros países da zona euro que foram mais afetados pela “crise das dívidas soberanas” de 2010-2012 (Espanha, Grécia e Irlanda), a evolução das Balanças Corrente e de Capitais portuguesas na década anterior à crise internacional apresenta as seguintes especificidades: i) Portugal foi destes quatro países aquele em que a deterioração dos défices foi menos acentuada; ii) o

contributo da Balança de Bens e Serviços no caso português foi o menos significativo; iii) o agravamento da Balança de Rendimentos teve um papel destacado no caso português; e iv) cerca de metade da deterioração das balanças externas é explicado pela redução das transferências correntes e de capital.⁴

Uma análise mais detalhada das componentes das balanças externas ajuda a perceber a evolução atrás referida. Considerando a média dos biénios 1996-1997 e 2006-2007, os principais contributos para o aumento dos défices externos foram (ver Figura 4): o aumento da saída de rendimentos de investimento (principalmente juros), o aumento das importações, a redução das transferências correntes e de capital por parte da UE e a redução das remessas de emigrantes. O gráfico revela ainda que a Balança de Serviços deu um contributo positivo para as contas externas portuguesas, contrastando com o contributo marcadamente negativo da Balança de Bens.

Figura 4 - Principais contributos para a evolução das Balanças Corrente e de Capital entre os biénios de 1996-1997 e 2006-2007 (médias bienais, em percentagem do PIB).



Fonte: Banco de Portugal

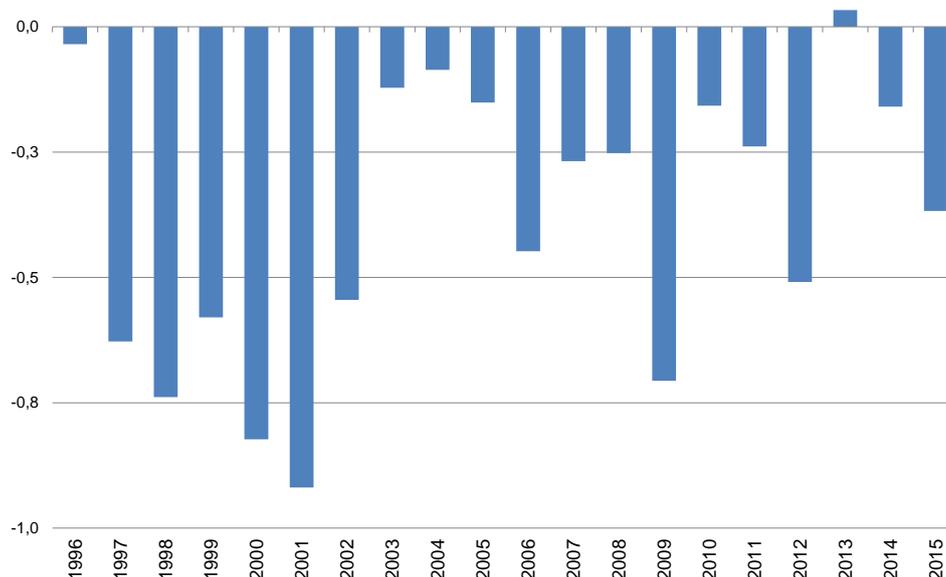
Em suma, para a degradação das contas externas portuguesas até às vésperas da crise internacional concorrem várias dinâmicas, em que se destacam: encargos com o endividamento da economia portuguesa, o aumento da procura interna (refletido nas importações), a redução de transferências do exterior (refletindo uma alteração das dinâmicas demográficas e a redução do peso das transferências da UE na economia portuguesa) e ainda o crescimento modesto das exportações em percentagem do PIB.

No que respeita aos encargos com o endividamento da economia portuguesa, é de notar que a taxa de remuneração dos ativos portugueses no exterior foi, por regra, inferior à taxa de remuneração

⁴ Ver R.P. Mamede; S. Lagoa; E. Leão e R. Barradas (2016). "The Long Boom and the Early Bust: The Portuguese Economy in the Era of Financialisation". In E. Hein, D. Detzer and N. Dodig (org.), *Financialisation and the Financial and Economic Crises. Country Studies*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

paga pelos passivos face ao exterior (ver Figura 5). Este diferencial negativo implica que um processo de endividamento que ocorra sobretudo por acumulação de passivos face ao exterior (em alternativa à redução de ativos face ao exterior), como no caso da economia portuguesa, se torne particularmente oneroso em termos de encargos com a dívida líquida.

Figura 5 - Evolução do diferencial entre a remuneração dos ativos no exterior e a remuneração dos passivos face ao exterior (p.p.), 1996-2015.



Fonte: Boletim Estatístico - Estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional, Banco de Portugal, www.bportugal.pt

Nota: taxas de remuneração implícitas calculadas com base nos fluxos de crédito e débito da Balança de Rendimentos de Investimento e nos *stocks* de ativos e de passivos face ao exterior.

As várias dinâmicas atrás referidas encontram explicação em diferentes processos que afetaram a economia portuguesa a partir do início da década de 1990. É possível sistematizar tais processos em quatro grupos principais: i) a queda acentuada da taxa de juro real num contexto de liberalização financeira e de estabilização macroeconómica; ii) os choques competitivos a que foram sujeitos os sectores produtivos mais expostos à concorrência internacional; iii) as opções de política económica assumidas ao longo do período em causa; e iv) a regulação económica e do sistema financeiro.

O início do processo de endividamento externo no período em análise coincide temporalmente com a liberalização e privatização do sector financeiro português, da eliminação de restrições ao movimento internacional de capitais e da adoção da estratégia de estabilização monetária e cambial, como elementos centrais da preparação da participação de Portugal na União Económica e Monetária europeia (UEM). Esta coincidência temporal não é um acaso.

A redução do risco cambial associada a um mais fácil acesso aos mercados internacionais de capitais e ao aumento da concorrência no sector bancário traduziram-se numa queda acentuada das taxas de juro reais e numa redução das restrições de liquidez, fomentando uma redução na taxa de poupança. Por sua vez, a redução dos custos de capital e as expectativas de maior crescimento económico futuro (decorrentes da estabilização macroeconómica, do contexto internacional

favorável e dos efeitos esperados da adesão ao euro) levaram a um aumento acentuado do investimento na segunda metade da década de noventa.

O resultado foi um aumento significativo do crédito bancário ao sector privado (incluindo particulares e empresas), passando de 53% para 93% do PIB entre 1995 e 2000. Os sectores da construção e do imobiliário foram os maiores beneficiários desta evolução, seja por via do crédito à compra de habitação, seja por via do crédito às empresas para fins de investimento. Note-se, no entanto, que o aumento do investimento por parte das empresas não-financeiras foi comum à generalidade dos sectores de atividade económica neste período.

Assim, em 2000 as empresas e as famílias portuguesas apresentavam um dos níveis mais elevados de endividamento no contexto da UE. Por si só, o sobre-endividamento constituía já então um fator de risco para a economia portuguesa, uma vez que poderia levar a uma desaceleração posterior da procura interna (como veio a verificar-se), limitando assim o crescimento económico e tornando mais difícil o serviço da dívida entretanto acumulada.

Os riscos de um endividamento elevado tornaram-se óbvios logo na viragem do século, quando o recém-criado BCE aumentou sucessivamente as taxas de juro de referência de 2,5% (no início de 1999) para 4,75% (no final de 2000). Estes aumentos reduziram a riqueza disponível do sector privado, contribuindo para a desaceleração da economia portuguesa.

Nos anos seguintes a economia portuguesa enfrentou uma sucessão de choques competitivos relevantes, incluindo: a adesão da China à Organização Mundial do Comércio em 2001, o alargamento da UE a Leste em 2004, a forte apreciação do euro face ao dólar a partir de 2002, e o forte aumento do preço dos bens energéticos a partir de 2005. Dada a vulnerabilidade acrescida do perfil de especialização da economia nacional, estes vários fatores contribuíram para o fraco crescimento das exportações no período (por comparação com outras economias da UE) e para a perda de quotas de mercado nas exportações mundiais, sendo particularmente evidente a retração do produto e do emprego nos sectores tradicionais das exportações portuguesas (têxteis, vestuário, calçado, madeira e cortiça).

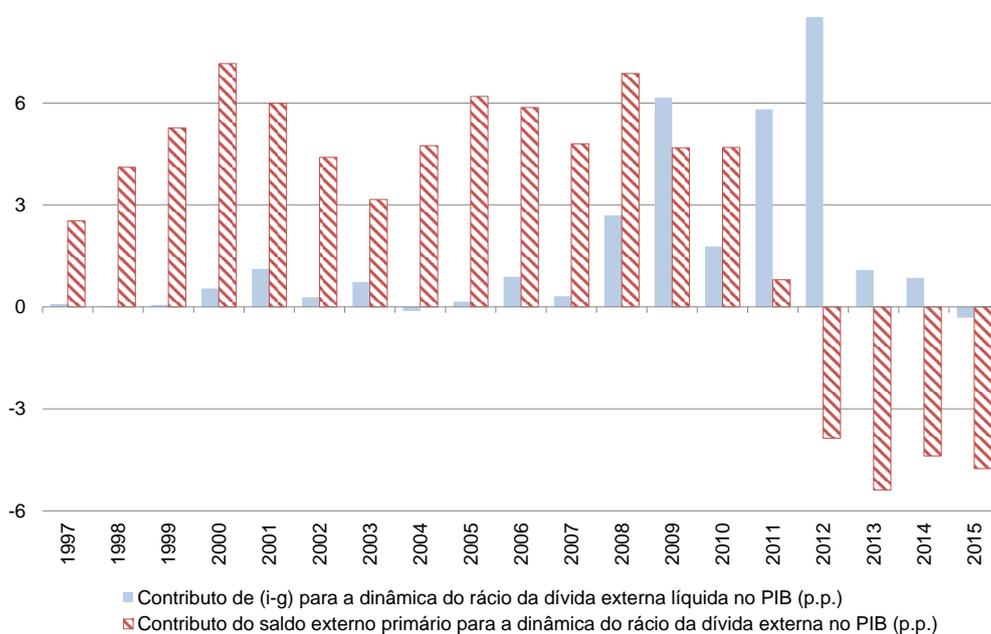
Algumas políticas económicas prosseguidas em Portugal no período em análise poderão ter contribuído para agravar as tendências atrás referidas. São de referir, em particular: a ênfase excessiva colocada na estratégia de convergência nominal (que favoreceu a expansão de sectores produtores de bens não-transacionáveis face a sectores mais expostos à concorrência internacional); as políticas orçamentais pró-cíclicas expansionistas adotadas na segunda metade da década de noventa (parcialmente explicáveis pela intenção de contribuir para o cumprimento dos critérios de participação na UEM, por via de um estímulo adicional ao crescimento do produto); e as políticas orçamentais pró-cíclicas restritivas adotadas entre 2002 e 2004 (apresentadas como visando o cumprimento das regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento).

Em resumo, devido a uma combinação de fatores de natureza diversa, a economia portuguesa chegou à viragem do século com níveis muito elevados de endividamento, não tendo conseguido gerar riqueza suficiente para impedir que o peso da dívida se reduzisse, acabando esse peso por se tornar ele próprio um entrave ao crescimento económico e uma fonte de instabilidade financeira potencial.

Na sequência da crise económica internacional de 2008/2009 e, em particular, da instabilidade que se instalou na zona euro entre 2010 e 2012, os pesos das dívidas externa e pública agravaram-se por via da redução da atividade produtiva e ainda dos impactos da crise no aumento das necessidades de financiamento do sistema financeiro nacional.

Na verdade, se até 2007 a subida do rácio da dívida externa líquida no PIB havia resultado essencialmente da acumulação de saldos primários negativos das Balanças Corrente e de Capital, entre 2008 e 2012, a subida do rácio passou a refletir em grande medida os significativos diferenciais (positivos) entre a taxa de remuneração implícita na dívida externa líquida e a taxa de variação do PIB nominal (ver Figura 6); estes diferenciais resultaram sobretudo dos valores negativos da taxa de variação do PIB nominal naquele período. Ou seja, neste período o rácio da dívida no PIB aumentou sobretudo devido à queda do denominador (o PIB nominal), mas também devido à nova dívida contraída para pagar a remuneração da dívida passada.

Figura 6 - Decomposição da dinâmica do rácio da dívida externa líquida no PIB entre 1997 e 2015.



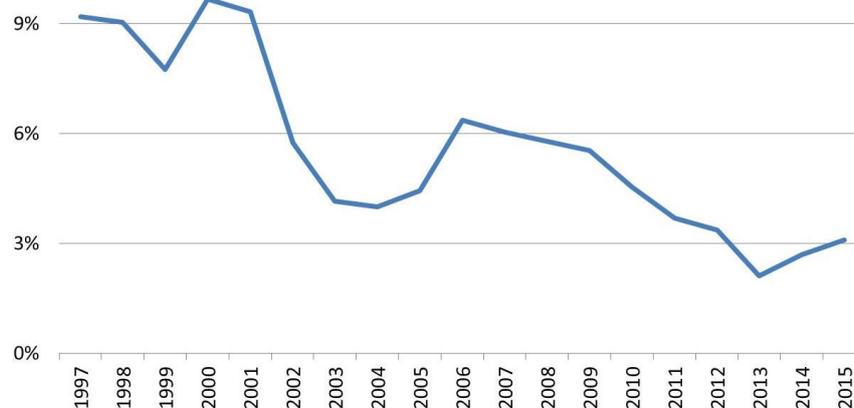
Fonte: Boletim Estatístico - Estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional, Banco de Portugal, www.bportugal.pt

Notas: um valor positivo (negativo) significa um contributo para o aumento (redução) do rácio da dívida externa líquida no PIB; dívida externa líquida calculada a partir do (simétrico do) saldo acumulado das balanças corrente e de capital; (i-g) = diferencial entre a taxa de remuneração implícita na dívida externa líquida e a taxa de variação do PIB nominal; saldo externo primário calculado como o saldo das Balanças Correntes e de Capital deduzido do saldo da Balança de Rendimentos de Investimento.

Em contraste, depois de se observar uma taxa de remuneração implícita na dívida externa muito elevada no final da década de noventa e também entre 2006 e 2009, a redução das taxas de juro nos

principais blocos económicos na sequência da crise financeira internacional propiciou uma descida significativa da taxa de remuneração da dívida desde 2010 (ver Figura 7)⁵.

Figura 7 - Evolução da taxa de remuneração implícita na dívida externa líquida, 1997 e 2015.



Fonte: Boletim Estatístico - Estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional, Banco de Portugal, www.bportugal.pt

Nota: taxa de remuneração implícita calculada com base no saldo da Balança de Rendimentos de Investimento e no (simétrico do) saldo acumulado das Balanças Corrente e de Capital.

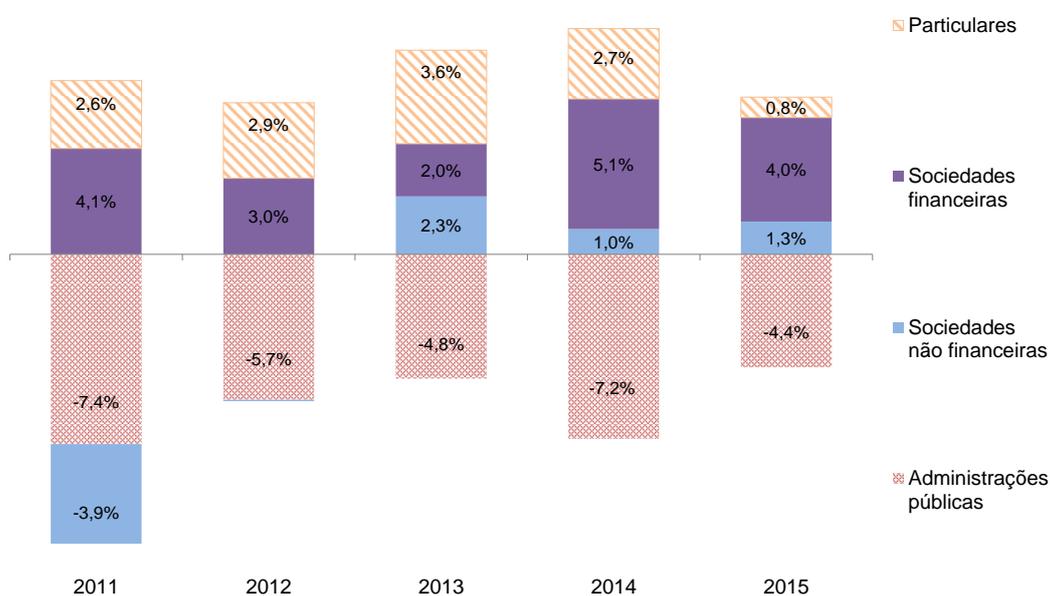
A partir de 2013, o rácio da dívida externa líquida no PIB evidenciou algum recuo, como resultado da combinação de saldos primários positivos das Balanças Corrente e de Capital (observados já desde 2012, refletindo em particular o efeito da contração da procura interna nas importações) e uma significativa atenuação do diferencial entre taxa de remuneração implícita na dívida externa líquida e a taxa de crescimento do PIB nominal (refletindo, por sua vez, a descida da taxa de remuneração da dívida e a recuperação da taxa de crescimento do PIB nominal). Esta última componente deu já um contributo direto para a redução do peso da dívida em 2015 (ver, de novo, Figura 6).

É, contudo, de salientar que os saldos positivos das Balanças Corrente e de Capital observados nos últimos quatro anos (indicando a existência de uma capacidade de financiamento da economia como um todo face ao exterior) resultaram de contributos díspares dos diferentes sectores institucionais (ver Figura 8).

Apesar das oscilações verificadas ao longo destes anos, o período em causa caracterizou-se por acentuadas necessidades de financiamento das Administrações Públicas que foram mais que compensadas pela capacidade de financiamento dos restantes sectores, com destaque para as Sociedades Financeiras e para os Particulares. Merece também destaque a passagem das empresas (Sociedades Não-Financeiras) de uma situação de necessidade para capacidade de financiamento desde 2013 e, em sentido contrário, a significativa diminuição da capacidade de financiamento dos Particulares em 2015.

⁵ Será de notar, contudo, que a redução da taxa de remuneração implícita terá também refletido em parte a própria redução do ritmo de crescimento do PIB nominal em Portugal (especialmente na componente relacionada com a distribuição de dividendos).

Figura 8 - Contributos para a evolução do saldo das Balanças Corrente e de Capital por sector institucional, 2011-2015.



Fonte: Boletim Estatístico - Contas Nacionais Financeiras, Banco de Portugal, www.bportugal.pt

Todavia, se, por um lado, o peso da dívida externa no PIB permanece atualmente em níveis historicamente muito elevados (o nível registado no final de 2015 corresponde sensivelmente aos níveis de 2009/2010), por outro, a descida verificada desde 2013 resultou significativamente de fatores de natureza temporária, como sejam as taxas de juro internacionais muito baixas e o quadro de grande contenção da procura agregada doméstica, com destaque para o investimento.

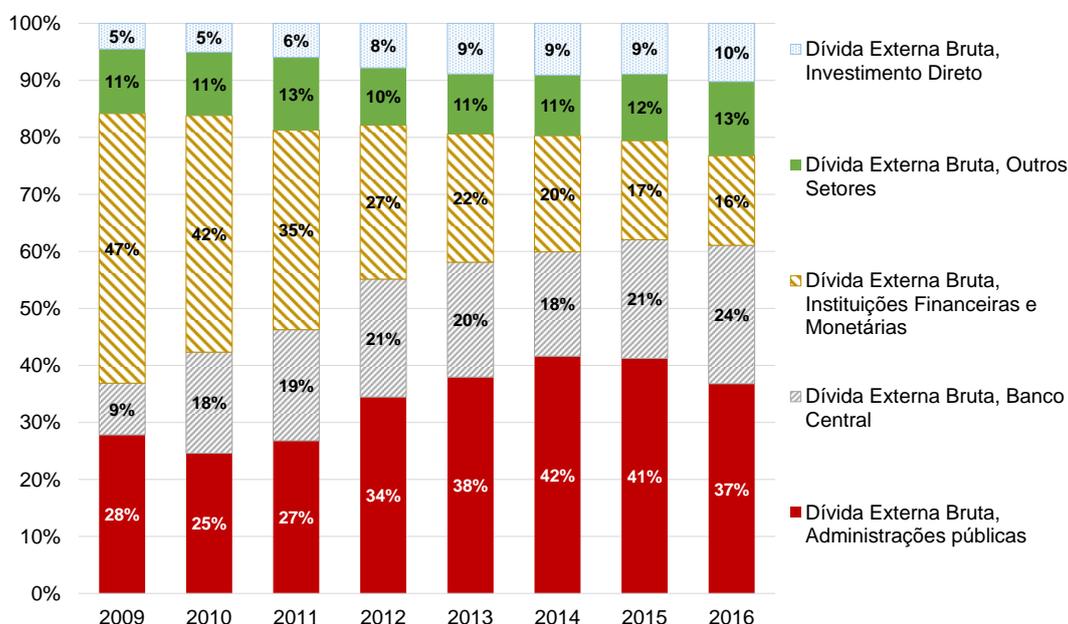
Num cenário em que a taxa de remuneração da dívida externa retomasse o nível médio registado no período de 2002-2010, de 5,2%, e com uma taxa de crescimento do PIB nominal situada em torno dos 3,5%, só será possível manter o ritmo de queda do rácio da dívida externa no PIB observado em 2013-2015 se se registarem saldos primários das Balanças Corrente e de Capital excedentários de perto de 6% do PIB. Estes valores comparam com um saldo primário médio de -4,5% em 1996-2011 e de 4,6% em 2012-2015.

4. Uma redução substancial da dívida externa atual depende da redução da dívida pública

4.1. Tendências recentes da dívida externa e da dívida pública

A dívida externa bruta nos últimos anos tem mantido um peso significativo e estável, assumindo o valor de 226% do PIB em 2009 e 223% em 2015. Uma das consequências da atual crise foi uma recomposição acelerada da dívida externa, com um aumento significativo do peso das Administrações Públicas, que num curto espaço de seis anos (2009 a 2015) passou de 28% do total da dívida externa para 41%, bem como do Banco de Portugal que passou de 9% para 21% (Figura 9). Daqui resulta claro que uma redução substancial da dívida externa passará necessariamente por uma redução da dívida pública.⁶

Figura 9 - Peso da Dívida Externa Bruta por setor institucional de 2009 a 2015



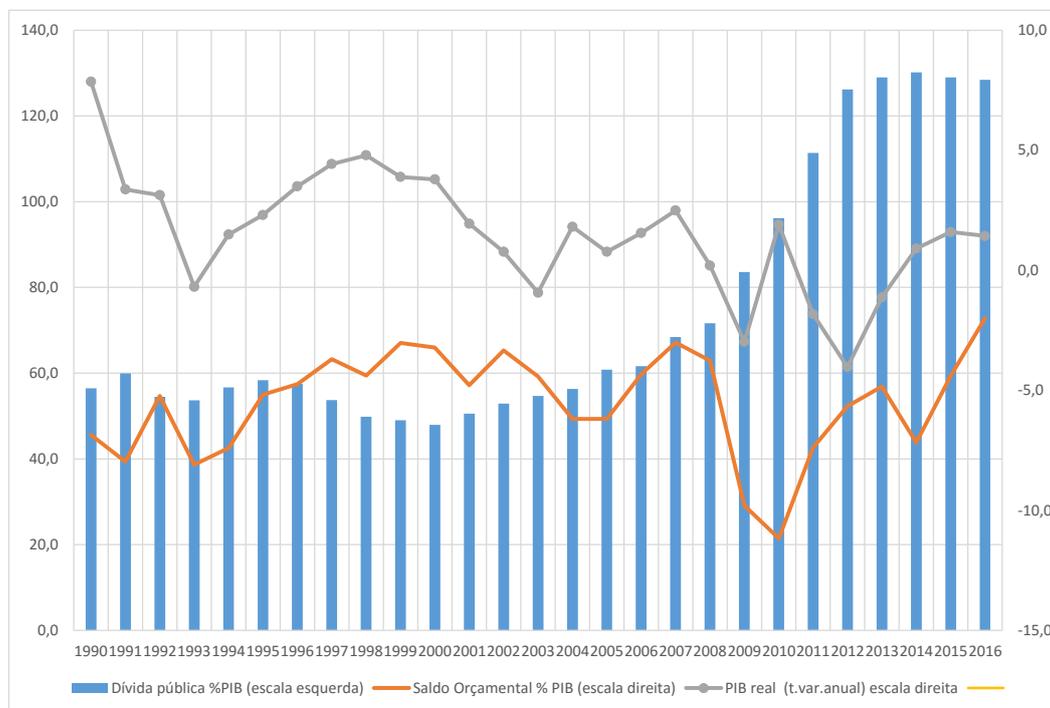
Fonte: Banco de Portugal

Interessa perceber as razões pelas quais a dívida pública (bruta) aumentou significativamente neste período. A dinâmica da dívida (em percentagem do PIB) depende essencialmente da relação ao longo do tempo entre os valores da taxa de juro, da taxa de crescimento do PIB e do saldo primário (a diferença entre receita efetiva e despesa primária, isto, é sem juros). Importa isolar os vários fatores indo do geral ao particular.

⁶ Neste capítulo iremos concentrar-nos na temática da dívida pública, cuja redução do seu peso no PIB nominal, é uma condição necessária, mas não suficiente para a sustentabilidade da dívida externa. Nas conclusões, iremos abordar outras condições adicionais que são desejáveis, algumas delas necessárias para essa sustentabilidade.

Um fator determinante para o aumento do peso da dívida no PIBpm é o fraco crescimento da economia. Em todo o período de 1995 a 2015 houve défices orçamentais (em bom rigor desde 1974). Porém, como a Figura 10 mostra, um défice orçamental não leva necessariamente a um aumento do peso da dívida no PIB. Em 1998 e 1999, com taxas de crescimento nominais do PIBpm elevadas, o peso da dívida diminuiu apesar dos sucessivos défices orçamentais. O crescimento significativo do peso da dívida pública no PIBpm a partir de 2007 deveu-se, em grande medida, à desaceleração do crescimento em 2008 e às recessões de 2009, 2011 e 2012, que afetaram duplamente de forma negativa este rácio – quer diretamente através da redução do denominador (PIB), quer indiretamente pelo aumento do numerador (dívida) via agravamento dos défices orçamentais provocados pelos estabilizadores automáticos (e.g. aumento automático dos subsídios de desemprego e redução das contribuições sociais e das receitas fiscais em períodos de contração da economia). Sem crescimento económico real e sem inflação dificilmente se inverte a tendência para o aumento do peso da dívida pública no PIB.

Figura 10 - Dinâmica da dívida bruta das administrações públicas



Fonte: Banco de Portugal e cálculos do GT

Outro fator que tem feito aumentar a dívida, em termos absolutos e relativos, é o défice das administrações públicas, que inclui uma componente cíclica associada à situação da economia⁷ e uma dimensão estrutural associada a políticas discricionárias do governo. O saldo das administrações públicas pode ser dado como a soma dos saldos de vários subsectores, a saber: i) a administração central não empresarial ii) as empresas públicas reclassificadas no perímetro orçamental do Estado,

⁷ A componente cíclica é função do hiato do produto, isto é, da relação entre o PIB real e o PIB potencial.

iii) a administração regional, iv) a administração local e a V) segurança social⁸. Isto significa que qualquer agravamento do saldo de uma entidade pertencente a um destes subsectores acabará, direta ou indiretamente, por afetar o saldo orçamental. Considere-se, por exemplo, os hospitais EPE. Se têm sucessivamente resultados negativos, vão consumindo o capital social até ao ponto em que o Estado terá de fazer (como tem feito) injeções de capital. Do mesmo modo um agravamento do saldo da Segurança Social terá também uma repercussão negativa no défice orçamental, bem como qualquer deterioração dos saldos da administração regional e local (e, inversamente, saldos positivos teriam repercussão positiva).

Finalmente, outro elemento que tem contribuído para o aumento da dívida são as relações financeiras do Estado, tanto com empresas públicas mercantis fora do perímetro orçamental, como com empresas privadas. As injeções de capital, quer assumam a forma de aquisição de ativos financeiros, de transferências de capital ou de transferências correntes fazem aumentar a dívida pública⁹. Em particular, o sistema financeiro tem absorvido uma parcela significativa de recursos públicos (BPN, Novo Banco, Banif, etc.), apesar da intenção de quebrar a relação entre dívidas do sistema financeiro e dívidas do soberano. Assim, uma parcela não negligenciável do aumento da dívida pública resultou das injeções de capital realizadas pelo Estado em empresas do sector financeiro e não financeiro.

4.2. A situação atual da dívida pública

Em 2016 um pouco mais de metade da dívida pública é titulada (55,2%) sobretudo em empréstimos de longo prazo. O segundo tipo de dívida mais relevante são os empréstimos (35,5%), nomeadamente obtidos junto de credores oficiais internacionais (28,2%). Finalmente, os certificados de aforro e tesouro representam a parte remanescente.¹⁰ De 2015 para 2016 a dívida titulada de curto, médio e longo prazo, bem como os certificados do tesouro têm aumentado o seu peso, tendo como contrapartida uma diminuição do peso dos empréstimos.

⁸ As séries cronológicas de dívida pública têm vindo a ser sucessivamente revistas, pois o perímetro de instituições que pertencem às administrações públicas tem variado ao longo dos anos. Por exemplo, historicamente todos os hospitais integravam as administrações públicas, tendo sido em certo momento retirados na sua quase totalidade das APs e recentemente reclassificados novamente no âmbito das APs. Algumas empresas de transportes (e.g. Metro de Lisboa, Metro do Porto, etc.) estavam também fora do perímetro orçamental; posteriormente, ao serem consideradas não mercantis pelo EUROSTAT, foram também reclassificadas para dentro do perímetro orçamental. Adicionalmente, mesmo com as instituições que sempre pertenceram às administrações públicas, houve surpresas de “dívida escondida”, mais tarde revelada, que afectaram negativamente a dívida pública.

⁹ As despesas públicas com ativos financeiros relativamente a empresas mercantis (sejam públicas ou privadas) afetam geralmente apenas a dívida, pois são operações financeiras, enquanto que as transferências de capital vão diretamente ao défice, como despesa efetiva, e, através deste, à dívida.

¹⁰ Como se verá neste relatório, a estrutura da dívida, nomeadamente o peso comparativamente alto dos empréstimos junto de credores oficiais, penaliza Portugal no programa de compra de ativos do Banco Central Europeu/Banco de Portugal.

Quadro 1 - Dívida Bruta de Maastricht por tipo de instrumento em 2015 e 2016.

unidade: milhões de euros	2015		2016	
Total	231 584	(%)	241 106	(%)
Numerário e depósitos	18 646	8,10%	22 537	9,30%
Numerário	0		0	
Depósitos	18 646	8,10%	22 537	9,30%
Dos quais certificados de aforro	8 624	3,70%	8 626	3,60%
Dos quais certificados do Tesouro	7 927	3,40%	11 281	4,70%
Títulos	121 764	52,60%	132 991	55,20%
Títulos de curto prazo	10 538	4,60%	14 957	6,20%
Títulos de longo prazo	111 226	48,00%	118 034	49,00%
Dos quais OTRV	0	0,00%	3 450	1,40%
Empréstimos	91 174	39,40%	85 578	35,50%
Empréstimos de curto prazo	3 378	1,50%	2 766	1,10%
Empréstimos de longo prazo	87 796	37,90%	82 812	34,30%
Dos quais concedidos pelo FMI*	20 827	9,00%	16 327	6,80%
Dos quais concedidos pelo FEEF*	27 328	11,80%	27 328	11,30%
Dos quais concedidos pelo MEEF*	24 300	10,50%	24 300	10,10%

Fonte: Banco de Portugal e IGCP (15.02.17) e cálculos próprios

*Empréstimos contraídos no âmbito do Programa Económico de Assistência Financeira

Do ponto de vista da entidade detentora da dívida, os não residentes detinham 58,2% da dívida em 2016, o que significa que há uma parcela significativa de juros que é paga ao exterior contribuindo assim para a nossa dívida externa. Do ponto de vista da dívida a residentes, ela está sobretudo no sector financeiro (30,9%), em particular no Banco de Portugal (9,4%); está também na posse de particulares (9,8%) e em muito menor grau é detida por empresas (1%).

Quadro 2 - Dívida Bruta de Maastricht por sector detentor da dívida em 2015 e 2016.

unidade: milhões de euros	Dez. 2015		Dez. 2016	
Setor financeiro	58 063	25,10%	74 618	30,90%
<i>Por memória: Banco de Portugal</i>	11 238	4,90%	22 547	9,40%
Empresas	2 432	1,10%	2 520	1,00%
Particulares	17 196	7,40%	23 576	9,80%
Exterior	153 892	66,50%	140 392	58,20%
do qual - Empréstimos do programa de assistência finance	72 455	31,30%	67 956	28,20%
FMI - Fundo Monetário Internacional	20 827	9,00%	16 327	6,80%
MEEF - Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira	24 300	10,50%	24 300	10,10%
FEEF - Fundo Europeu de Estabilidade Financeira	27 328	11,80%	27 328	11,30%
Total	231 584	100,00%	241 106	100,00%

Fonte: Banco de Portugal e IGCP (22.03.17) e cálculos próprios

4.3. Um cenário para a evolução das finanças públicas (2017-2047)

A análise que se segue tem como objetivo apresentar as perspetivas de longo prazo das finanças públicas para as próximas três décadas de modo a clarificar:

- A importância de se descortinarem medidas no curto prazo que, permitindo uma consolidação orçamental, não sejam de austeridade.¹¹
- O enquadramento da política orçamental nacional no contexto da União Económica e Monetária (cenário base).
- As exigências orçamentais excessivas nesse cenário base (com saldos primários muito elevados durante vinte anos) o que sugere a necessidade de se tomarem medidas unilaterais (Parte II deste relatório) ou multilaterais (Parte III) que assegurem a sustentabilidade da dívida pública e externa.

São trinta anos a partir de 2017, ano em que Portugal entra na alçada do “Tratado Orçamental”, nomeadamente no que respeita à regra da redução da dívida, após sair, como se espera, do procedimento de défices excessivos em 2017. As hipóteses base do cenário central que utilizaremos ao longo deste relatório são as de um crescimento nominal do PIB de 3,2% por ano (exceção para 2017, ano para o qual assumimos a previsão de 3%, inscrita no OE2017) e de uma taxa de juro implícita na dívida pública (de *Maastricht*) constante e semelhante à atual (3,4%).¹²

¹¹ Para que se perceba clara e sucintamente a diferença entre estes conceitos, qualquer medida de ganho de eficiência e combate ao desperdício nas administrações públicas é de consolidação e não representa austeridade. O mesmo se aplica a qualquer redução no serviço da dívida que seja possível obter com uma melhor gestão da dívida pública.

¹² Na Parte II do Relatório simularemos uma variação da taxa de juro. Nesta secção, consideramos apenas as necessidades de financiamento extra-orçamentais. A taxa de juro implícita da dívida direta do Estado era de 3,2% no final de 2016, de acordo com o IGCP.

Quadro 3 - Cenários para o rácio da dívida no PIB, determinados pelo saldo estrutural (sem e com ajustamentos) e pela regra da dívida.

Anos	Saldo Global/ PIB	Juros / PIB (1)	Saldo Primário / PIB	Crescimento nominal	Div/PIB 1 (saldo)	Div/PIB 2 (saldo aj.)	Div/PIB 3 (tratado)	Diferença (3-2)	Taxa de juro implícita
2017	-1,6%	4,3%	2,7%	3,0%	127,8%	128,9%			3,4%
2018	-0,9%	4,2%	3,3%	3,2%	124,8%	126,3%	125,4%	-0,8%	3,4%
2019	-0,5%	4,1%	3,6%	3,2%	121,4%	124,0%	122,9%	-1,1%	3,4%
2020	0,0%	4,0%	4,0%	3,2%	117,6%	121,2%	120,8%	-0,4%	3,4%
2021	0,3%	3,9%	4,1%	3,2%	113,7%	117,4%	118,2%	0,8%	3,4%
2022	0,0%	3,7%	3,7%	3,2%	110,2%	113,8%	114,5%	0,7%	3,4%
2023	-0,3%	3,6%	3,4%	3,2%	107,0%	110,7%	111,1%	0,5%	3,4%
2024	-0,5%	3,5%	3,0%	3,2%	104,2%	107,8%	108,1%	0,3%	3,4%
2025	-0,5%	3,4%	2,9%	3,2%	101,5%	105,1%	105,4%	0,3%	3,4%
2026	-0,5%	3,3%	2,8%	3,2%	98,8%	102,5%	102,9%	0,4%	3,4%
2027	-0,5%	3,3%	2,8%	3,2%	96,3%	99,9%	100,3%	0,4%	3,4%
2028	-0,5%	3,2%	2,7%	3,2%	93,8%	97,4%	97,9%	0,5%	3,4%
2029	-0,5%	3,1%	2,6%	3,2%	91,4%	95,0%	95,5%	0,5%	3,4%
2030	-0,5%	3,0%	2,5%	3,2%	89,0%	92,7%	93,3%	0,6%	3,4%
2031	-0,5%	2,9%	2,4%	3,2%	86,8%	90,4%	91,0%	0,6%	3,4%
2032	-0,5%	2,9%	2,4%	3,2%	84,6%	88,2%	88,9%	0,7%	3,4%
2033	-0,5%	2,8%	2,3%	3,2%	82,5%	86,1%	86,8%	0,7%	3,4%
2034	-0,5%	2,7%	2,2%	3,2%	80,4%	84,0%	84,8%	0,8%	3,4%
2035	-0,5%	2,6%	2,1%	3,2%	78,4%	82,0%	82,8%	0,8%	3,4%
2036	-0,5%	2,6%	2,1%	3,2%	76,5%	80,1%	80,9%	0,8%	3,4%
2037	-0,5%	2,5%	2,0%	3,2%	74,6%	78,2%	79,1%	0,9%	3,4%
2038	-0,5%	2,5%	2,0%	3,2%	72,8%	76,4%	77,3%	0,9%	3,4%
2039	-0,5%	2,4%	1,9%	3,2%	71,0%	74,7%	75,6%	0,9%	3,4%
2040	-0,5%	2,3%	1,8%	3,2%	69,3%	73,0%	73,9%	1,0%	3,4%
2041	-0,5%	2,3%	1,8%	3,2%	67,7%	71,3%	72,3%	1,0%	3,4%
2042	-0,5%	2,2%	1,7%	3,2%	66,1%	69,7%	70,8%	1,0%	3,4%
2043	-0,5%	2,2%	1,7%	3,2%	64,5%	68,2%	69,2%	1,1%	3,4%
2044	-0,5%	2,1%	1,6%	3,2%	63,0%	66,7%	67,8%	1,1%	3,4%
2045	-0,5%	2,1%	1,6%	3,2%	61,6%	65,2%	66,3%	1,1%	3,4%
2046	-0,5%	2,0%	1,5%	3,2%	60,2%	63,8%	65,0%	1,1%	3,4%
2047	-0,5%	2,0%	1,5%	3,2%	58,8%	62,4%	63,6%	1,2%	3,4%
2048	-0,5%	1,9%	1,4%	3,2%	57,5%	61,1%	62,3%	1,2%	3,4%

Nota: Div/PIB1 considera a dinâmica da dívida no PIB, a partir dos saldos orçamentais, Div/PIB2 considera adicionalmente ajustamentos défice-dívida e Div/PIB3 as exigências da regra da dívida inscrita no "Tratado orçamental."

O período 2017-2020 afigura-se, a todos os títulos, o período mais exigente por um conjunto de razões. Existe ainda a necessidade de estabilizar o sistema financeiro e resolver o problema do crédito mal parado nos ativos dos bancos. A dívida pública deverá rondar os 130% do PIB. Os encargos líquidos com parcerias público-privadas terão atingido o valor de 0,9% do PIB em 2016 e reduzem-se para 0,5% em 2020 caso não sejam celebrados novos contratos. O peso dos juros da dívida é também máximo em 2016 e deverá começar, aos poucos, a aliviar apenas com a dinâmica do crescimento do produto e da redução do défice orçamental.

No quadro acima são apresentados diferentes indicadores para reflectir a dinâmica da dívida pública nos próximos anos.

No caso do indicador (Div/PIB1), essa dinâmica é comandada pelo crescimento nominal da economia e pelos saldos primários exigidos no âmbito da coordenação da política orçamental no contexto da UEM. No quadro da UEM, o Pacto de Estabilidade e Crescimento prevê que os países

devem fazer convergir o seu saldo estrutural para -0,5% do PIB. Porém, a Comissão, tendo em conta as condições de cada país, pode estabelecer objetivos mais ambiciosos para esse saldo. Foi o que fez com Portugal, ao subir o objetivo de médio prazo de um saldo estrutural de -0,5% do PIB para +0,25% do PIB. Esse objetivo foi definido para três anos, o período 2016-2018. Desconhecendo o que a Comissão decidirá para 2019-21 e anos seguintes, assumimos neste cenário que o objetivo se manterá para o triénio seguinte, mas que a partir daí o objetivo de médio prazo voltará ao valor de referência do PEC, os -0,5%.¹³

No caso do indicador (Div/PIB2) consideramos que a dinâmica da dívida depende não apenas do défice orçamental, mas também de um ajustamento défice-dívida resultante das necessidades de financiamento líquidas “extraorçamentais”.¹⁴ Conforme referimos anteriormente, a dívida pode ser afetada pela aquisição líquida de ativos financeiros por parte do Estado (e.g. o aumento de capital da Caixa Geral de Depósitos em 2017) bem como por uma eventual variação da “almofada financeira” do Estado (depósitos do Tesouro). Assim, na construção do indicador (Div/PIB2) assumimos que a dívida pública será afetada tanto por necessidades de financiamento “extraorçamentais”¹⁵ como por variações na “almofada financeira”, que ocorreriam apenas no período 2017-2020 (uma hipótese que consideramos contida). Comparando os dois indicadores referidos, verifica-se que o peso da dívida pública no caso de (Div/PIB2) é superior ao de (Div/PIB 1), como seria expectável.

Importa ainda referir que há dois tipos de restrições no âmbito da política orçamental da UEM que podem condicionar a evolução orçamental, sendo que apenas uma delas pode ser ativa, por ser a que impõe condições mais fortes. A restrição que considerámos ativa (e que subjaz à maioria das colunas do quadro) foi a da trajetória do saldo estrutural (isto é, o compromisso de atingir um saldo estrutural de 0,25% do PIB no médio prazo). Porém, a saída do procedimento dos défices excessivos significa que Portugal ficará sujeito à regra do rácio da dívida inscrita no “Tratado Orçamental”, ou seja: a partir de 2018 o rácio do *stock* da dívida observado em cada ano deverá ser reduzido ao ritmo anual de um vinte avos da diferença entre esse rácio e os 60% do PIB. A coluna “Div/PIB 3 (tratado)”, incluída no Quadro 3, indica a evolução do rácio da dívida que teria lugar caso esta fosse a restrição ativa para as contas públicas portuguesas.¹⁶

¹³ Convém referir que o objetivo é definido em termos de saldo estrutural e não de saldo global. Tendo em conta que, quando o hiato do produto se reduz a zero, ambos os saldos são iguais, assumimos para simplificar que em 2020 esse hiato do produto é zero e assim se mantém posteriormente. Obviamente que não estamos a simular crises económicas, embora seja expectável que venham a acontecer neste longo período.

¹⁴ As necessidades de financiamento líquidas podem ter como origem o défice orçamental (operações não financeiras) ou necessidades para operações financeiras. Por “extra-orçamentais” entendemos as necessidades financeiras que afetam diretamente a dívida sem afetar o défice.

¹⁵ A razão pela qual quer o Ministério das Finanças no seu Programa de Estabilidade quer as principais instituições internacionais (FMI, Comissão Europeia) sempre subestimam a dinâmica da dívida, isto é apresentam-na como menor do que efetivamente acontece ser, é que a análise raramente inclui a existência de necessidades de financiamento “extraorçamentais” das administrações públicas (e.g., com a capitalização de empresas públicas, com a regularização de dívidas, etc.). Ora esta é, como referimos, uma componente que tem também explicado a dinâmica da dívida.

¹⁶ Note-se que a interpretação que aqui fazemos sobre a regra do rácio da dívida prevista no “Tratado Orçamental” (redução em 1/20 por ano da diferença face à meta de 60% do PIB) é menos exigente no esforço orçamental requerido do que uma interpretação alternativa frequentemente utilizada, segundo a qual cada país está obrigado a atingir um rácio de 60% do PIB em 20 anos.

Em qualquer um dos casos referidos (refletidos nos indicadores Div/PIB1, Div/PIB2 e Div/PIB3), só ao fim de três décadas se atingiria um rácio de dívida no PIB próximo de 60%.

A análise da coluna referente ao saldo estrutural no Quadro 3 (cujos valores, como vimos, decorrem do cumprimento das regras orçamentais da UEM e da sua interpretação actual pela Comissão Europeia) permite distinguir o período 2017-2021 do período seguinte. Do ponto de vista macroeconómico o primeiro período seria ainda marcado por uma política orçamental tendencialmente contracionista, o que não contribuiria para o crescimento económico. Na perspectiva das finanças públicas, estes anos vão ser marcados pelo aumento salarial na função pública em 2017, devido à generalização da reposição salarial durante todo o ano, e em 2018 e 2019 pela progressiva abertura das carreiras. Em contrapartida haverá alguma diminuição com encargos das parcerias público-privadas e de juros. Note-se que, neste cenário base, seria necessário alcançar neste período excedentes primários muito substanciais (4,1% em 2021) nunca registados em Portugal e raramente alcançados por algum país.¹⁷ Excedentes desta magnitude exigiriam ou uma subida (indesejável) no nível de fiscalidade ou um agravamento da qualidade de serviços públicos e a contenção drástica das prestações sociais (também social e politicamente indesejáveis).

Por contraste, o período 2021-2024 seria moderadamente expansionista, embora ainda caracterizado por excedentes orçamentais significativos. Daí em diante assume-se uma política orçamental neutra, com saldos primários ainda elevados (superiores a 2% até 2038) para responder a um objetivo de saldo estrutural nos -0,5% do PIB. Os encargos com juros são também altos pelo efeito combinado de uma alta taxa de juro e um elevado *stock* da dívida.

As conclusões fundamentais que retiramos da discussão anterior são as seguintes. Estabeleceu-se aqui um cenário de longo prazo das finanças públicas que consideramos moderado (pois não incorpora a existência de crises económicas ao longo de trinta anos), assumindo como ponto de partida a aplicação do enquadramento legal da política orçamental dos Estados Membros no contexto da UEM, do “Tratado Orçamental” e da sua interpretação recente pela Comissão Europeia. Deste cenário conclui-se que as exigências continuadas de saldos primários excessivos colocadas à economia e às finanças públicas são social e politicamente insustentáveis. De facto, tal exigiria ou um aumento de impostos significativo ou uma deterioração da qualidade dos serviços públicos e das prestações sociais. Importa deixar claro que a nossa conceção de sustentabilidade não é apenas financeira, mas também económica, social e política. Não é sustentável, nestes termos e no médio-longo prazo, uma política orçamental que não garante uma qualidade mínima dos serviços públicos e que representa uma degradação significativa das funções de soberania e das funções sociais do Estado.

Daqui resultam três corolários importantes. Primeiro, no curto prazo, são necessárias medidas de consolidação orçamental, mas que não sejam de austeridade sobre os cidadãos e agentes económicos nacionais. Segundo, são necessárias medidas de política económica e orçamental nacionais que

¹⁷ Do ponto de vista metodológico, importa esclarecer que a única série consistente de longa duração, com a mesma metodologia é a do FMI (*World Economic Outlook*). Os únicos valores positivos registados nos saldos primários em Portugal são entre 1988 e 1992 (respetivamente 1,1%, 1,4%, 0,9%, 0,5%, 2,5%) e estimativa de 2016. A série longa do Banco de Portugal tem uma quebra em 1995, não sendo comparáveis os valores antes e depois de 1995 dado usarem metodologias completamente diferentes. A título de exemplo, o ano de 2016 foi efetivamente o de défice mais baixo em democracia pois o suposto défice igual de 2,1% do PIB para 1989 (na série do Banco de Portugal) foi efetivamente de 3,515% (FMI).

permitam contribuir para a sustentabilidade da dívida pública, nomeadamente que se traduzam na redução dos seus juros excessivos. Terceiro, é necessário, no contexto multilateral europeu, pugnar por um reforço da política alargada de compra de ativos (PSPP) pelo Banco Central Europeu e por uma reestruturação da dívida pública de países altamente endividados. Estes tópicos serão desenvolvidos nas Partes II e III deste relatório, respetivamente.

PARTE II – Medidas para a Sustentabilidade da Dívida Pública

1. Medidas pontuais de otimização da despesa pública e da balança de rendimentos

Nesta Parte II do Relatório identificam-se medidas que possam ser empreendidas autonomamente pelo Governo português e/ou outras autoridades nacionais e de que resultem contributos, já no curto prazo, para a consolidação orçamental e para a trajetória de sustentabilidade da dívida pública e dívida externa portuguesas.

Entre as várias possibilidades consideradas pelo Grupo de Trabalho, foram escolhidos quatro tópicos específicos e propostas quatro medidas de política económica com impacto potencial mais significativo. Serão essas as medidas apresentadas de seguida.

O primeiro tópico resulta do programa alargado de compra de ativos do setor público pelo BCE (PSPP), no âmbito do qual se antecipa que o Banco de Portugal (BdP) poderá vir a adquirir até cerca de 28 mil milhões de euros de dívida pública portuguesa até ao fim de 2017, se não forem alteradas as regras do programa, ou se este não voltar a ser prolongado no tempo. Dado o volume significativo de dívida pública que será adquirida no âmbito desse programa, o impacto potencial do PSPP nas receitas do Estado e, portanto, na trajetória da dívida pública, é muito significativo. Mas este impacto, como veremos abaixo, depende da política de constituição de provisões para riscos gerais por parte do BdP.

O segundo tópico está relacionado com a estratégia de gestão da Dívida Direta do Estado (DDE) adotada pelo IGCP. Essa dívida representava cerca de 127,5% do PIB de 2016 (a dívida pública, pelo critério de Maastricht, estima-se que representava 130,7% do PIB). A despesa com juros e outros encargos da DDE, em 2016, foi de 7476 milhões de euros, constituindo uma das principais rubricas de despesa do Orçamento. A expectativa que motivou a análise deste Grupo de Trabalho é que pequenas alterações na estratégia de gestão dessa dívida possam ter um impacto não negligenciável tanto no défice como na trajetória da dívida, dado o elevado peso relativo da dívida pública no PIB e na dívida externa total do País, bem como da despesa com juros na despesa pública total e na balança de rendimentos.

O terceiro tópico está relacionado com a estratégia de recompra antecipada da dívida ao FMI.

O quarto tópico está relacionado com a estratégia de gestão dos fundos disponíveis das Administrações Públicas portuguesas. De facto, em novembro de 2016 as disponibilidades líquidas da Administração Central (dinheiro em espécie, depósitos junto do Banco de Portugal e junto da banca comercial) eram de cerca de 18,1 mil milhões de euros e as disponibilidades líquidas das Administrações Públicas superiores a esse montante. O objetivo da análise é averiguar as poupanças que seria possível obter através da consolidação dessas disponibilidades líquidas, acompanhadas pela diminuição da sua dimensão.

Estes quatro tópicos, de natureza financeira, apresentam duas características importantes.

Primeiro, dado o seu elevado volume, pequenas melhorias de algumas décimas de ponto percentual nas variáveis correspondentes traduzem-se em elevados impactos de curto prazo nas

contas públicas e nas contas externas (i.e., se adotadas no presente, teriam reflexos já na execução de 2017 e de 2018).

Segundo, envolvem alterações e medidas passíveis de serem implementadas autonomamente pelo Governo português e/ou outras autoridades nacionais, não implicando, em três das medidas propostas, nem negociação nem assentimento por partes terceiras, nomeadamente, pelas instituições de governo da União Europeia.

2. Alteração dos critérios para a constituição de provisões pelo Banco de Portugal

2.1. Efeitos do programa de compra alargada de dívida do BCE

A compra de títulos de dívida pública por parte do Banco de Portugal (BdP), realizada no âmbito do PSPP, tem um impacto direto positivo nos resultados do banco e, de forma indireta, nas receitas do Estado, por via dos impostos pagos e dos dividendos distribuídos. Este impacto nas receitas do Estado pode ser mitigado, por decisão discricionária do Conselho de Administração do BdP, através da constituição de provisões para riscos gerais.

Foi o que aconteceu nas contas referentes ao ano de 2015, que afetaram o Orçamento do Estado para 2016. A constituição de novas provisões no valor de 480 milhões de euros em relação ao exercício de 2015 privou o Orçamento do Estado de 412 milhões de euros de receita (142 milhões de receita de IRC e 270 milhões de euros de dividendos).

Os efeitos do PSPP nas contas públicas e na trajetória da dívida pública no próximo biénio dependem em larga medida do nível de provisões para riscos gerais que vierem a ser constituídas pelo Conselho de Administração do BdP. Outros bancos centrais da zona euro têm constituído provisões de nível muito inferior às constituídas pelo Conselho de Administração do BdP, como veremos de seguida.

2.2. Comparação da Política de Provisões do BdP com a dos congéneres europeus

Os Fundos Próprios de um banco central são constituídos por Capital, Reservas, Contas de Reavaliação e Provisões para riscos gerais.

As Contas de Reavaliação registam os ganhos financeiros não realizados, que não são reconhecidos na conta de resultados, mas que constam do balanço. As perdas não realizadas, caso excedam os ganhos de reavaliação anteriores registados na conta de reavaliação correspondente, devem ser levadas à conta de resultados no final do exercício.

O BdP atua em conformidade com as orientações e instruções que o BCE lhe dirija ao abrigo dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e BCE. Não existe qualquer orientação do BCE relativa ao capital, reservas ou provisões dos Bancos Centrais Nacionais (BCN). Em matéria de fundos próprios, e excluindo as Contas de Reavaliação, que são determinadas por normas

contabilísticas do SEBC, o Capital, as Reservas e as Provisões são uma responsabilidade estritamente nacional.

O capital estatutário do BdP é definido pela Lei Orgânica do Banco de Portugal¹⁸ que, no artigo 4.º, determina que o capital é de um milhão de euros. Mediante autorização do Ministro das Finanças, o capital pode ser aumentado, designadamente, por incorporação de reservas, deliberada pelo Conselho de Administração.

O BCE limita-se a uma recomendação: para salvaguardar a independência financeira dos Bancos Centrais Nacionais (BCN), estes devem estar sempre suficientemente capitalizados. Não havendo qualquer capital regulatório, nem dispondo o BCE de qualquer poder para impôr ou determinar níveis de capital, estar “suficientemente capitalizado” resume-se à seguinte recomendação: “*devem evitar-se quaisquer situações prolongadas em que o capital líquido de um BCN seja inferior ao nível do seu capital estatutário, ou mesmo negativo, incluindo situações em que as perdas transitadas excedam o nível do capital e das reservas*”¹⁹.

As Reservas e as Provisões são elementos dos fundos próprios que não se destinam a satisfazer qualquer responsabilidade específica, contingência ou diminuição previstas do valor de ativos conhecidas à data do balanço.

No caso do BdP, o artigo 5.º da Lei Orgânica, no seu número 1), determina a criação de uma reserva legal de 10% dos resultados líquidos, sem limite máximo; o número 2) possibilita a criação de outras reservas e provisões para riscos gerais. O artigo 53.º, que concretiza e enquadra a possibilidade criada no artigo 5.º, determina, no número 2), que a reserva adicional também é de 10% e, no número 3), que reservas acima desse valor podem ser propostas pelo Conselho de Administração, mas requerem aprovação do Ministro das Finanças.

Embora a Lei Orgânica enquadre de forma precisa o processo de constituição de reservas, limitando a discricionariedade do Conselho de Administração, tal não acontece no que diz respeito às provisões para riscos gerais. Ao contrário do que acontece nas reservas, a possibilidade criada pelo número 2 do artigo 5.º (“Pode o conselho de administração criar outras reservas e provisões, designadamente para cobrir riscos de depreciação ou prejuízos a que determinadas espécies de valores ou operações estejam particularmente sujeitas”) não é limitada pelo artigo 53.º.

O artigo 53.º, no caso das provisões, diz apenas, que resultado do exercício é apurado deduzindo-se ao total de proveitos e outros lucros imputáveis ao exercício as verbas correspondentes a um conjunto de custos, entre os quais:

Dotações anuais para a constituição ou reforço de provisões destinadas à cobertura de créditos de cobrança duvidosa e de riscos de depreciação de outros valores activos ou à ocorrência de outras eventualidades a que se julgue necessário prover, nos termos definidos pelo conselho de administração

¹⁸Disponível em www.bportugal.pt/ptPT/OBancoeoEurosistema/MissaoeFuncoes/LeiOrganica/Documents/LeiOrganicajun2016.pdf

¹⁹ Relatório de Convergência do BCE, junho de 2016, pág. 28

As provisões têm a natureza de uma reserva, mas, ao contrário destas, reduzem o resultado do exercício, não têm qualquer limite, e são criadas discricionariamente pelo Conselho de Administração. Embora criadas por decisão do Conselho de Administração, as provisões devem ser devidamente justificadas, com base em estimativas fundamentadas dos riscos que justificam a sua constituição.

No Relatório do Conselho de Administração referente ao ano de 2015, o Banco de Portugal reforçou as provisões para riscos gerais em 480 milhões de euros. Esses 480 milhões representam 4,3% do total de ativos comprados. Para essa “taxa de provisionamento”, o Relatório apresentou a seguinte fundamentação:

O reforço desta provisão em 2015 tem em consideração o aumento de riscos de balanço do Banco, principalmente associado ao acentuado crescimento da carteira de títulos de dívida pública detidos para fins de política monetária – PSPP – enquadrada na modalidade de não partilha de riscos ao nível do Eurosistema. A manutenção deste programa, que se projeta venha a prolongar-se num futuro próximo, é uma condicionante exógena e não evitável (como atrás referido) que, de acordo com as metodologias e instrumentos utilizados para medição dos riscos financeiros pelo Eurosistema, tenderá a elevar estes riscos e a reduzir as respetivas coberturas financeiras. A fim de mitigar estes riscos torna-se necessário o fortalecimento de recursos próprios que permitam a manutenção de níveis de autonomia financeira adequados à missão do Banco.²⁰

De acordo com as orientações contabilísticas do BCE, os títulos de dívida pública detidos para efeitos de política monetária são obrigatoriamente valorizados ao custo amortizado – e não existem quaisquer imparidades relativas aos ativos detidos para efeitos de política monetária. Por estarem valorizados ao custo amortizado, não existe risco de taxa de juro decorrente da variação do preço de mercado do ativo; existe apenas o risco de o juro recebido por esses ativos ser inferior ao juro pago pelos depósitos que as instituições financeiras detêm junto do banco central. Como refere o BCE, na página 9 do seu relatório anual²¹, o risco de perdas desta natureza é muito reduzido, mesmo num cenário de subida significativa das taxas de juro. No caso português, e tendo em conta que os juros da dívida pública portuguesa adquirida no âmbito do PSPP são mais elevados que a média da zona euro, esse risco torna-se ainda menor.

Quanto ao risco de crédito, na página C-11 do mesmo relatório anual, o BCE refere que:

o risco de crédito associado aos títulos detidos para fins de política monetária está dentro dos níveis de tolerância ao risco definidos pelo BCE, em resultado das técnicas de gestão do risco aplicadas. O risco de migração do crédito ligado aos títulos adquiridos para fins de política monetária não afeta diretamente as contas financeiras do BCE, pelo facto de estes títulos serem valorizados ao custo amortizado e estarem sujeitos a imparidade, não sendo, por conseguinte, reavaliados a preços de mercado. Contudo, estes títulos podem estar sujeitos ao risco de incumprimento do crédito, podendo uma deterioração da respetiva qualidade de

²⁰Relatório do Conselho de Administração, 2015, págs. 83-4

²¹Disponível em www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015pt.pdf?621c7eaa8650421bb6d1e1a75c6a9059

crédito afetar as contas financeiras do BCE através do processo regular de análise e reconhecimento de imparidades.

Como os títulos de dívida pública detidos para efeito de política monetária não têm risco de câmbio, não têm risco do preço do ouro e não têm risco de taxa de juro, resta apenas o risco de crédito como fundamento possível para a constituição de provisões.

No entanto, não parece haver qualquer relação entre o risco de crédito associado à dívida de um país e a taxa de provisionamento aplicada. O contraste entre a Alemanha, que reduziu as provisões, o Luxemburgo, que foi dos que mais provisionou, e a Holanda, um país médio em termos de provisões, é prova disso mesmo: três países com *rating* triplo A, três países com políticas de provisionamento inconsistentes entre si.

Olhando para a prática dos bancos centrais da zona euro em 2015, constata-se que houve quatro bancos centrais que não constituíram quaisquer provisões relacionadas com o programa de compra de ativos: o Bundesbank, o Banco da Bélgica, o Banco do Chipre e o Banco da Irlanda. O Bundesbank e o Banco da Irlanda não só não criaram, como reduziram provisões.

Dos restantes 14 bancos centrais que compraram títulos de dívida pública ao abrigo do PSPP, só três países Malta (5,8%), Eslováquia (5,3%) e Luxemburgo (4,3%) provisionaram mais do que Portugal (4,2%). França provisionou praticamente zero (0,4%). Espanha (1,7%), Holanda (1,8%), Áustria (1,5%) e Finlândia (1,8%) têm taxas de provisionamento que são menos de metade das de Portugal. A taxa média é 1,7%, a mediana é 1,6%.

Olhemos em detalhe para o caso do Bundesbank e comparemos a sua política de provisionamento com a do BdP. Em 2015, o balanço do Bundesbank aumentou 31%, muito mais que o do BdP, que aumentou apenas 11%. No entanto, o Bundesbank não só não criou quaisquer provisões para acomodar o crescimento do balanço, como até reduziu essas provisões. Como fundamento para essa redução, o Bundesbank entende que, apesar do crescimento significativo do ativo, a alteração da sua composição (mais títulos de dívida pública detidos para fins de política monetária, menos operações de cedência de liquidez e refinanciamento a instituições financeiras), o valor elevado das reservas legais e os resultados do banco terem deixado de cair, não se esperando que venham a cair, dão a solidez suficiente ao seu balanço para justificar uma redução das provisões.

As contas de 2016 do Bundesbank já são conhecidas e reforçam a tese de que existe política de provisionamento injustificada por parte do Banco de Portugal. Em 2016, o balanço do Bundesbank cresceu apenas 13%, o que compara com os 31% de 2015, mas o banco reforçou as provisões para risco geral em 2,2 mil milhões de euros, o que compara com a redução de provisões efetuada em relação ao exercício de 2015. A razão para esse reforço de provisões prende-se com o atual nível de taxa de juro da dívida alemã, que é negativo, o que pode implicar perdas significativas para o Bundesbank, pondo em risco o seu capital. No caso do BdP passa-se o oposto. Como os juros da dívida pública portuguesa são os mais elevados dos países elegíveis para o PSPP, não só o contributo dos juros para os resultados operacionais do banco é o mais elevado de todos, como o risco de taxa de juro é o mais baixo.

Quadro 4 - Provisões para riscos genéricos relativos a ativos do programa PSPP, constituídas por bancos centrais da zona euro (relativos aos Relatórios e Contas do exercício de 2015)

Países	Tx provisionamento	Rácio capital+reservas+provisões
Malta	5,8%	8,8%
Eslováquia	5,3%	4,4%
Luxemburgo	4,3%	0,7%
Portugal	4,2%	4,5%
Itália	2,6%	7,6%
Letónia	2,0%	4,1%
Finlândia	1,8%	11,9%
Holanda	1,8%	4,0%
Espanha	1,7%	3,0%
Áustria	1,5%	9,4%
Eslovénia	1,0%	12,7%
Lituânia	0,6%	4,1%
França	0,4%	2,3%
Estónia	0,4%	6,6%
Bélgica	0,0%	5,9%
Chipre	0,0%	4,5%
Alemanha	-60,0%	2,4%
Irlanda	-2,0%	4,5%
Média	1,7%	5,6%
Mediana	1,6%	4,5%

Contrariamente ao que é afirmado pelo BdP no relatório do Conselho de Administração referente ao ano de 2015, o programa de compra de ativos não é uma “condicionante exógena” ao seu balanço. Aumentar a dimensão do balanço dos bancos centrais por via da compra de dívida pública é um elemento constitutivo da política monetária que está a ser seguida, pelo que não só o risco que cada banco nacional assume não pode ser considerado um fator exógeno à sua atividade, como é questionável que, no caso português, esse risco exista nos termos referidos pelo BdP.

Como vimos acima, o BdP, por ter sido dos bancos que mais provisionou em 2015, foi aquele que mais reduziu, por via orçamental, o impacto expansionista do PSPP. O efeito orçamental, no caso português, foi mesmo negativo²². Este efeito não só reduz a eficácia da política monetária seguida, como contraria parte dos seus objetivos. O impacto para a receita do Estado decorrente da decisão do BdP de provisionar 480 milhões de euros ascendeu a cerca de 412 milhões de euros negativos – menos 142 milhões de euros pagos a título de IRC e menos 270 milhões de euros distribuídos em dividendos. Tendo em conta o volume de aquisições no ano de 2016, o impacto orçamental (negativo) em 2017 resultante de manter a atual política de provisionamento pode ser superior a 450 milhões de euros. Mesmo assumindo a política de países como a Espanha, a Finlândia, a Holanda ou a Áustria, o impacto orçamental em 2017 seria um pouco mais baixo, mas ainda assim superior a 250 milhões de euros. Em 2018, o impacto não é tão elevado, uma vez que o volume de compras é menor, podendo ainda assim ascender a cerca de 190 milhões de euros.

²²“Porque caem os dividendos do Banco de Portugal em 2016?”, por Ricardo Cabral, blog Tudo Menos Economia, Público, disponível em < <http://blogues.publico.pt/tudomenoseconomia/2016/05/23/%20porque-caem-os-dividendos-do-banco-de-portugal-em-2016/> >.

Quadro 5 - Impacto de uma alteração das políticas de provisionamento por parte do BdP

	2016	2017	2018
Aumento IRC	142	155	65
Varição de dividendos	271	296	123

Um banco central tem de ter os recursos em balanço para desempenhar o seu mandato em condições de independência financeira, ou tem de ter acesso a mecanismos fora do balanço que lhe garantam a entrega desses recursos, quando e se necessário. Por essa razão, decisões em matéria de reforço de fundos próprios que excedam o necessário para assegurar a independência financeira do BdP, ou que não sejam devidamente fundamentados, devem pertencer ao acionista, não ao Conselho de Administração do BdP. As provisões são legítimas quando devidamente fundamentadas, não podendo estas servir apenas para criar reservas sem considerar as limitações que o artigo 53.º impõe a esta forma de reforço dos fundos próprios do banco.

O BdP exerce o seu mandato com independência e com os recursos que o seu acionista lhe entregou para o efeito, mas não deve ter independência, muito menos um grau tal de discricionariedade que se confunda com arbitrariedade, para determinar sem intervenção do acionista os recursos públicos que tem à sua disposição (redesenhando por essa via o mandato que se deve limitar a executar). Isso é competência que deve caber exclusivamente ao acionista, à semelhança do que ocorre nas sociedades comerciais. É, aliás, isso que acontece no que respeita ao capital e às reservas obrigatórias, que são criadas nos estritos termos da lei, sem qualquer intervenção do Conselho de Administração. Veja-se o já referido caso do aumento de capital do BdP a ser conseguido por incorporação de reservas, que implica autorização do Ministro das Finanças, além da deliberação do Conselho de Administração. Não é isso, porém, que acontece nas provisões, que dependem apenas da discricionariedade do Conselho de Administração.

A independência financeira do BdP não está em causa, uma vez que o banco passou de um rácio de capital, reservas e provisões de 4,6% em 2014 para 4,5% em 2015. Este rácio está em linha com a média e a mediana dos seus congéneres, sendo, por exemplo, superior ao rácio do Banco de Espanha, que passou de 3,4% para 3%, e superior ao do Bundesbank, que passou de 3,2% para 2,4%. Por todas estas razões, é difícil concluir que a constituição de provisões para reforçar os fundos próprios do BdP seja fundada em considerações envolvendo a autonomia financeira e integridade do balanço do banco, condições essenciais para a manutenção da sua independência e para a prossecução do seu mandato. Na ausência de justificação fundada, como argumentamos ser o caso, a constituição de provisões torna-se arbitrária e, portanto, injustificada.

Quadro 6 - Estimativa do efeito do programa PSPP nas contas públicas (sem provisões para riscos gerais).

Saldo de Obrigações do Tesouro e rendimentos de juros do Banco de Portugal, no âmbito do programa PSPP						
País	Saldo no final de dezembro (milhares de milhões de euros)	Taxa de juro implícita (%)	Juros auferidos (milhões de euros)	Efeito no Imposto sobre rendimento do BdP (milhões de euros)	Efeito nos dividendos pagos pelo BdP (milhões de euros)	Efeito total nas contas públicas (milhões de euros)
2015	10,1	3,9%	79			
2016	22,6	3,7%	584	23	45	68
2017	28,0	3,6%	1018	172	329	502
2018	28,0	3,6%	1018	300	574	875
2019	28,0	3,6%	1018	300	574	875
2020	28,0	3,6%	1018	300	574	875
2021	28,0	3,6%	1018	300	574	875
2022	28,0	3,6%	1018	300	574	875
2023	28,0	3,6%	1018	300	574	875

Fonte: Estimativas do GT²³

Embora o PSPP seja determinado pelo Conselho do BCE, interessa ter em atenção o programa pelo seu impacto na trajetória da dívida pública portuguesa e pelo seu impacto nas contas externas do país.

De acordo com estas estimativas, se o Banco de Portugal não constituísse quaisquer provisões durante a duração do programa, o PSPP teria um efeito favorável de 68 milhões de euros na execução orçamental de 2016 e de 502 milhões de euros na execução de 2017 (0,27% do PIB). A partir de 2018 o efeito favorável seria de quase 900 milhões de euros por ano, valor esse que permaneceria praticamente constante durante vários anos (até à data da maturidade da dívida pública detida no âmbito do PSPP), uma vez que a maturidade média dos títulos respetivos era de cerca de 9,4 anos em janeiro de 2017.

2.3. Medida I: Alteração dos procedimentos e dos critérios para a constituição de provisões pelo Banco de Portugal

Como vimos, as provisões correspondem a uma forma de constituição de reservas que, por mera decisão do Conselho de Administração do BdP, permite alterar a distribuição dos recursos gerados pelo PSPP em favor do reforço dos fundos próprios do BdP, e em desfavor do orçamento do Estado. Estas provisões, como se procurou demonstrar, só seriam justificadas se tal fosse necessário para evitar que a independência financeira do banco ficasse comprometida. Não sendo esse o caso, a política de provisionamento atualmente seguida pelo BdP carece de fundamento, podendo e devendo ser contestada pelo seu acionista. Se a subcapitalização de um banco central pode comprometer a sua independência, a sobrecapitalização tem exatamente o mesmo resultado. O excesso de capital nos bancos centrais é orçamentalmente ineficiente e constitui um custo de oportunidade significativo para

²³Os dados detalhados sobre os títulos adquiridos no âmbito do PSPP pelo BdP são mantidos sob reserva pelo que o GT preparou estimativas simplificadas dos efeitos orçamentais do PSPP. A taxa de juro implícita média das Obrigações do Tesouro no final de 2015 era de 4,4%, mas essa dívida transacionava-se nos mercados secundários a taxas substancialmente inferiores. Assumiu-se que as OTs adquiridas pelo BdP no âmbito do PSPP apresentavam uma taxa de juro implícita de cerca de 3,6%. Dada a incerteza que existe acerca evolução futura do programa, não se consideraram igualmente os efeitos da amortização de Obrigações do Tesouro adquiridas pelo PSPP com data de maturidade até 2023.

o Estado e para os contribuintes. No que excede as necessidades do BdP que decorrem do seu mandato, os recursos em causa são recursos públicos, não são recursos do BdP.

Neste sentido, o GT considera que:

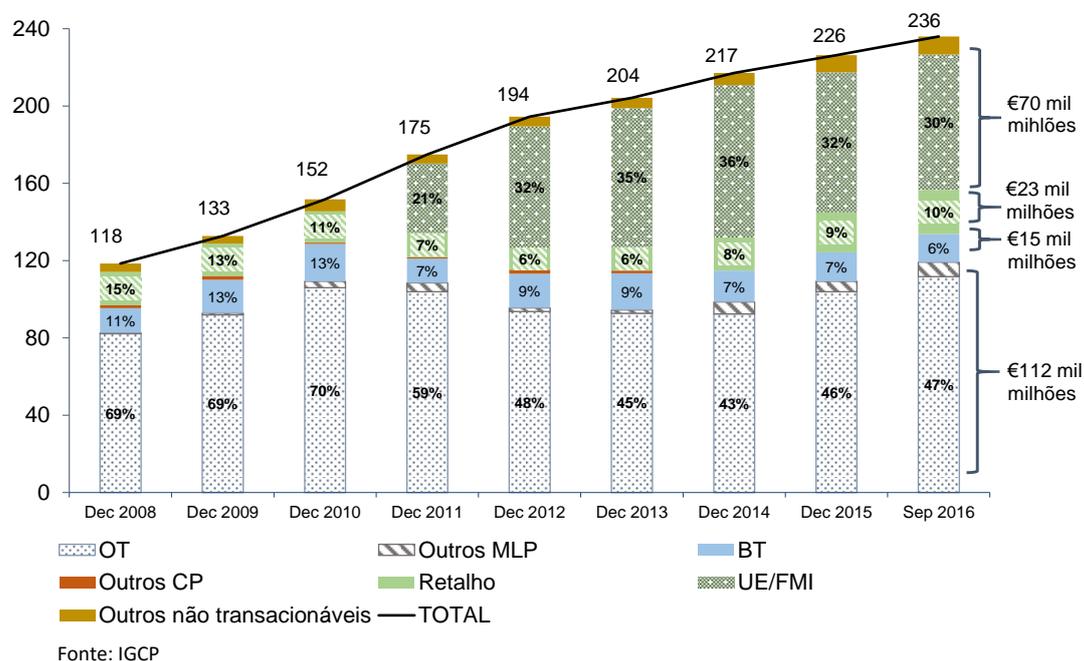
- Por ausência de fundamentação, não devem ser criadas quaisquer provisões adicionais no âmbito do PSPP. Por se tratar de impostos e dividendos garantidos (pelo menos) até à maturidade dos títulos, a receita obtida por esta via é de natureza estrutural.
- O atual enquadramento legislativo e institucional para a apreciação das contas pelo acionista parece claramente insuficiente, dependente da vontade política dos agentes envolvidos, e deve ser revisto. O que está previsto no art.º 54º da Lei Orgânica do Banco de Portugal é que, até ao dia 31 de março, o *“Banco envia ao Ministro das Finanças, para aprovação, o relatório, o balanço e as contas anuais de gerência, depois de discutidos e apreciados pelo Conselho de Administração e com o parecer do Conselho de Auditoria”*. Depois disso o Ministro das Finanças terá trinta dias para a sua aprovação e na ausência de um despacho será tacitamente aprovado. Ao governador do Banco de Portugal compete apenas informar a Assembleia da República sobre a situação e orientações relativas a política monetária e cambial. Em termos práticos, o atual enquadramento legislativo sugere que a participação do acionista neste processo pode na prática ser nula.
- O Plano de Contas do BdP não deveria ser preparado pela própria instituição que está obrigada a apresentar contas, à semelhança do que ocorre com todas as restantes instituições públicas e privadas. Assim, recomenda-se que a Lei Orgânica do Banco de Portugal seja alterada para que o Plano de Contas do BdP passe a ser proposto pelo Ministro das Finanças (eventualmente com base em trabalho de comissão especializada nomeada para o efeito), ouvido o Banco de Portugal, o BCE, a Ordem dos Revisores Oficiais de Contas e a Ordem dos Contabilistas Certificados e aprovado por resolução do Conselho de Ministros.
- Recomenda-se ainda que no Relatório e Contas, para efeitos de constituição de provisões para riscos genéricos, o Banco de Portugal passe a estar obrigado a uma fundamentação detalhada, e que o já existente Parecer do Conselho de Auditoria e eventualmente um novo parecer de um auditor externo devem incidir explicitamente sobre esta matéria. Mesmo sem alteração da lei orgânica, parece-nos que a intervenção do Ministério das Finanças não deve, pelas razões acima enunciadas, limitar-se a um eventual despacho sobre o plano de contas e sobre o relatório e contas. Dever-se-á ponderar a necessidade de alteração da Lei Orgânica do Banco de Portugal no sentido de o Ministro das Finanças ter de dar uma autorização explícita (e não tácita) da política de provisões do Banco de Portugal.
- Os artigos 5º e 53º da Lei Orgânica do Banco de Portugal devem ser revistos, com o objetivo de garantir que a criação de provisões, mantendo-se na esfera de decisão do Conselho de Administração, segue critérios mais objetivos.

3. Alteração das maturidades médias da Dívida Direta do Estado

3.1. Dívida Direta do Estado: evolução, estrutura e juros

A Dívida Direta do Estado (DDE) em dezembro de 2016 ascendia a 236,4 mil milhões de euros. Desta dívida, cerca de 102 mil milhões era financiada pelo sector oficial: MEEF e FEEF e FMI eram credoras de 68 mil milhões de euros e o Banco Central Europeu e Banco de Portugal detentores de cerca de 34 mil milhões de euros de Obrigações do Tesouro, no âmbito do programa alargado de compra de dívida (PSPP, 24,6 mil milhões de euros) bem como do *Securities Market Programme* (SMP, 9,5 mil milhões de euros).

Figura 11 - Composição da Dívida Direta do Estado (DDE).



Acresce que se estima, com base nos relatórios das respetivas instituições relativos a 2013 e 2014 e informação prestada relativa ao final de 2015, que fundos controlados pelo sector público, nomeadamente o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) (cerca de 11,0 mil milhões de euros), os Fundos de Reserva da Caixa Geral de Aposentações (cerca de 6,3 mil milhões de euros), o Fundo de Regularização da Dívida Pública (cerca de 2,2 mil milhões de euros) e o Fundo de Garantia de Depósitos (cerca de 900 milhões de euros) detenham um total de 20,4 mil milhões de euros da DDE na forma de Bilhetes do Tesouro, Obrigações do Tesouro e *Medium Term Notes* (MTNs).

O FEFSS e o Fundo de Garantia de Depósitos detinham ainda outros ativos financeiros, em particular dívida pública de países da OCDE excluindo Portugal, que se estimam em cerca de 2,1 mil milhões de euros. O país dispõe ainda de reservas de ouro avaliadas em cerca de 12 mil milhões de euros. E o Banco de Portugal dispõe de provisões para riscos gerais de cerca de 4 mil milhões de euros.

Por último, a lei obriga a generalidade das instituições públicas a realizarem o todo ou uma parte das suas aplicações a prazo junto do IGCP. Por conseguinte, os depósitos a prazo (CEDIC, CEDIM) das

instituições públicas junto do IGCP somavam 5,3 mil milhões de euros no final de 2016, sendo que uma parte destas verbas corresponde a aplicações financeiras dos fundos públicos acima referidos.

Em resultado, estima-se que no final de 2016, dos 236,4 mil milhões de euros da Dívida Direta do Estado, cerca de 126,2 mil milhões de euros (=68+34+20,4+5,3-1,5) sejam detidos pelo setor oficial nacional ou internacional e somente cerca de 110,2 mil milhões de euros (=236,3-126,2) sejam transacionados no “mercado”. Deste montante, cerca de 24,2 mil milhões de euros, corresponde a dívida não transacionável (Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro), detida por aforradores particulares, sobretudo residentes (mercado de retalho).

Em suma, na realidade, excluindo a dívida detida pelo sector oficial e a dívida não transacionável detida por investidores de retalho, predominantemente residentes, concluímos que a DDE transacionada nos mercados financeiros e detida por investidores institucionais privados e públicos nacionais e internacionais não ultrapassa os 86 mil milhões de euros (46,4% do PIB de 2016).

Por outro lado, como já se referiu, estima-se que a Administração Central dispunha, em novembro de 2016, de 18,1 mil milhões de euros de disponibilidades líquidas (dinheiro em caixa e depósitos) e que as disponibilidades líquidas das Administrações Públicas totalizavam, na mesma data, cerca de 22 mil milhões de euros (com a Segurança Social a deter cerca de 3 mil milhões de euros de disponibilidades líquidas e a Administração Local cerca de mil milhões de euros). No final de dezembro de 2016, as disponibilidades líquidas da Administração Central eram de 17,3 mil milhões de euros, enquanto as disponibilidades líquidas (depósitos) da Segurança Social, Administração Local e Regional eram de 5,4 mil milhões de euros.

Note-se ainda que o perfil de refinanciamento da carteira ajustada era muito mais baixo do que o definido nas Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Pública, com somente 15% da dívida (cerca de 19% do PIB) a vencer no prazo de até 36 meses no final do 1º trimestre de 2017, inferior mesmo ao limite definido para o prazo a 12 meses (25%) e muito inferior ao limite definido para esse prazo (50%).

Quadro 7 - Juros e outros encargos da dívida direta do Estado (Ótica das Contas Nacionais, EUR milhões)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 P
Total de juros no âmbito do PDE	4811	4990	6385	6857	7050	7513	7646	7363
Juros pagos de dívida pública	4846	5038	6646	7141	7217	7638	7659	7367
dos quais PAEF	0	0	502	1556	1881	2262	2217	1941
Juros recebidos*	-35	-48	-261	-284	-167	-125	-13	-4
Outros encargos	32	26	263	115	87	81	67	113
dos quais PAEF	0	0	236	91	56	19	2	16

* Juros recebidos de depósitos e empréstimos concedidos

Fonte: IGCP

Quadro 8 - Taxa de juro implícita média da dívida direta do Estado, por instrumento de dívida (Juros/Stock médio).

	2012	2013	2014	2015	2016 P
OT	4,4%	4,6%	4,7%	4,4%	4,0%
BT	4,1%	2,4%	1,2%	0,2%	0,0%
CA/CT	3,1%	3,4%	3,5%	3,6%	3,3%
PAEF	3,1%	2,8%	3,0%	2,9%	2,8%
Dívida total	3,9%	3,6%	3,6%	3,4%	3,2%

Fonte: IGCP

A despesa com juros resultante da Dívida Direta do Estado é elevada, representando uma das componentes mais importantes da despesa pública (ver Quadro 7): 7,5 mil milhões de euros em 2016, em contabilidade nacional, i.e., 4,0% do PIB. A taxa de juro implícita média da dívida direta do Estado, em contabilidade nacional, foi de aproximadamente 3,2% em 2016, com diferenças substanciais da taxa de juro implícita dos diferentes instrumentos de dívida (ver Quadro 8). Estima-se que a taxa de juro implícita média da dívida pública na ótica de *Maastricht* foi de 3,4% em 2016.

3.2. A gestão da Dívida Pública e as *yields* das obrigações do Tesouro

Em anos recentes, como sugerem o Quadro 9, o Quadro 10 e a Figura 12, o IGCP tem procurado aumentar, de forma significativa, a maturidade média residual da Dívida Direta do Estado. Em particular, a maturidade média residual da DDE excluindo dívida à União Europeia e ao FMI aumentou de 5,1 anos no final de 2013, para 6,7 anos no final de 2015 e para 6,8 anos em abril de 2016, tendo diminuído para 6,6 anos no final de 2016.

Quadro 9 - Maturidade média residual da DDE (após swaps; set-2016).

	Saldo (EUR mil milhões)	Maturidade média residual (anos)	Maturidade média residual final (anos)
UE-FMI	70,1	11,1	12,7
Outra dívida	165,4	6,6	6,6
Total	235,6	8,0	8,4

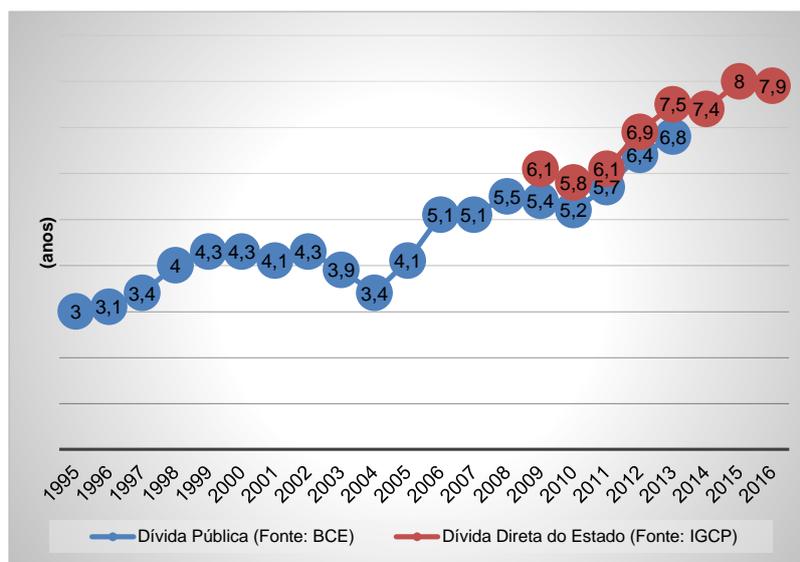
Fonte: IGCP

Quadro 10 - Estimativa da taxa de juro implícita da DDE-Empréstimos UE/FMI e respetiva maturidade média final (set-2016).

	Montante desembolsado (EUR mil milhões)	Custo all-in estimado	Maturidade média final desde data do desembolso (anos)
MEEF	24,1	2,7%	19,5
FEFF	26,0	2,2%	20,8
FMI	26,3	4,3%	6,5
Total UE-FMI	76,5	2,7%	15,5

Fonte: IGCP

Figura 12 - Maturidade média residual (em anos) da Dívida Pública de Portugal.



Fonte: BCE

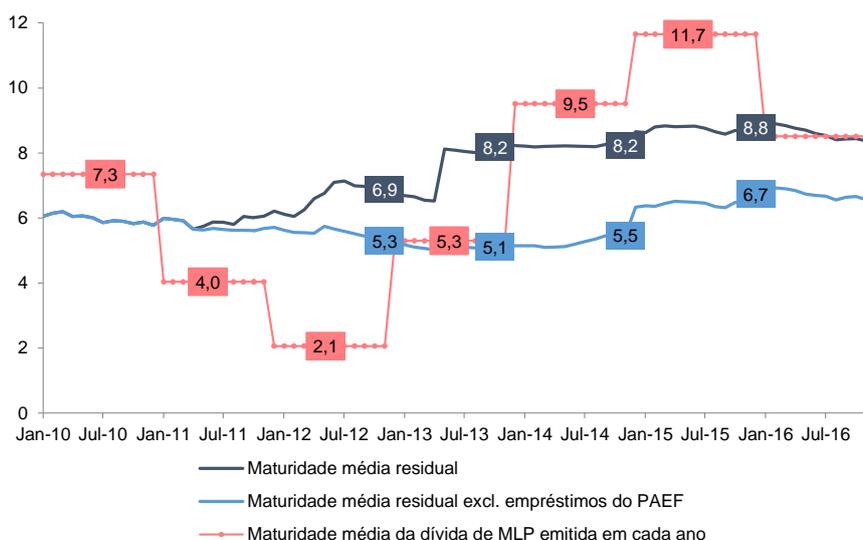
Para obter este resultado, o IGCP implementou as seguintes opções (sobretudo a partir de 2014):

- Reduziu o saldo de Bilhetes do Tesouro, que apresenta os custos de financiamento mais baixos para a República Portuguesa (taxa de juro implícita de 0,0%, vide Quadro 8), que passaram de 19 mil milhões de euros em dezembro de 2013 (9,8% da DDE total), para 15,1 mil milhões de euros em dezembro de 2016 (6,4% da DDE total);²⁴
- Realizou várias operações de amortização antecipada (i.e., recompra) de dívida e várias operações de troca, em que amortizou ou trocou Obrigações do Tesouro antes da data de maturidade do instrumento de dívida. No caso das operações de troca, ofereceu Obrigações do Tesouro com taxas de juro e prazos superiores, operações essas que permitiram reduzir o risco de refinanciamento da República e aumentar a maturidade média residual da dívida, mas que aumentaram a despesa com juros, em alguns casos acarretando menos valias de capital;
- Aumentou a maturidade média das novas emissões de dívida, nomeadamente da dívida de médio e de longo prazo – a maturidade média das novas emissões de dívida sobe de 5,3 anos em 2013 para 11,7 anos em 2015, tendo caído para cerca de 8,8 anos em 2016 (ver Figura 13²⁵). Note-se que, em 2013, Portugal ensaiava o regresso aos mercados, pelo que a maturidade média das emissões de dívida em 2013 não é representativa.

²⁴ É certo que, durante a crise, a procura de Bilhetes do Tesouro (BTs) seria superior uma vez que banca portuguesa utilizou BTs como garantia (colateral) para se financiar junto do BCE e que, na atualidade, a procura de BTs pela banca poderá ser inferior, potencialmente afetando a capacidade do Estado em se financiar recorrendo a BTs. Contudo, o saldo vivo médio de BTs entre 2009 e 2013 era de 16,8 mil milhões de euros, para níveis de Dívida Direta do Estado muito inferiores aos atuais.

²⁵ Dados disponíveis em novembro de 2016.

Figura 13 - Maturidade média residual da Dívida Direta do Estado.

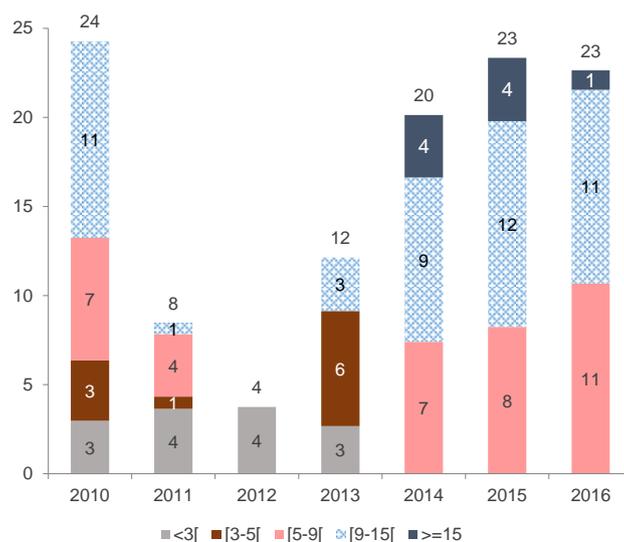


Fonte: IGCP

De facto, a partir de 2014 o IGCP deixou de emitir dívida de médio e longo prazo com prazo inferior a 5 anos (como mostra a Figura 14). A percentagem da dívida emitida de médio e longo prazo, com prazo superior a 9 anos, foi de 65% em 2014, de 70% em 2015 e de 52% entre janeiro e setembro de 2016.

Como refere o IGCP nas suas apresentações, a estratégia do IGCP pauta-se por diminuir o risco de refinanciamento da República e fá-lo precisamente através da “almofada financeira” (entendida como disponibilidades líquidas sob gestão direta do IGCP), pela diminuição do saldo de Bilhetes do Tesouro (através de operações de recompra antecipada e de troca) e através do aumento significativo da maturidade média da dívida emitida.

Figura 14 - Maturidade das novas emissões de dívida de médio e longo prazo.



Fonte: IGCP

Contudo, embora a estratégia de diminuição do risco de refinanciamento seja compreensível e seja, aparentemente, prudente, essa estratégia tem custos elevados que resultam dos seguintes aspetos:

- Despesa com juros relativa às elevadas disponibilidades líquidas das Administrações Públicas, despesa essa estimada em cerca de 730 milhões de euros em 2017, se calculada com base na taxa de juro implícita média da dívida direta do Estado excluindo dívida às instituições oficiais (cerca de 3,3%). Essa despesa com juro seria algo mais baixa se calculada com base nas taxas de juro atuais de financiamento da dívida da República (ver Quadro 11);
- A maior parte dessas disponibilidades líquidas não é gerida pelo IGCP;
- Redução do saldo de instrumentos de dívida mais económicos (em particular Bilhetes do Tesouro); e
- Aumento da maturidade média das emissões de dívida de médio e longo prazo, que resulta em taxas de juro implícita mais elevadas (ver Quadro 11).

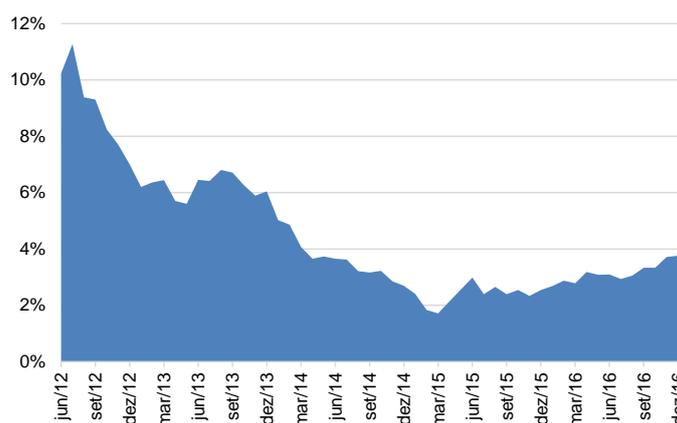
Quadro 11 - Taxas de juro implícita ("yields") de Obrigações do Tesouro, por prazo de maturidade (%; fecho do mercado a 18/5, a 30/9 e a 30/12).

	mai/16	set/16	dez/16
2-Anos	0,62	0,36	-0,03
3-Anos	1,13	0,95	0,56
4-Anos	1,56	1,60	1,31
5-Anos	1,86	1,89	1,84
6-Anos		2,42	2,42
7-Anos	1,84	2,82	3,05
8-Anos	2,84	3,04	3,30
9-Anos	2,91	3,11	3,54
10-Anos	3,09	3,31	3,75
15-Anos	3,57	3,80	4,27

Fonte: IGCP

As taxas de juro da dívida pública portuguesa caíram acentuadamente entre 2012 e março de 2015, na sequência da reorientação da política monetária do BCE. Desde março de 2015, data em que começaram as compras de títulos de dívida pública no âmbito do PSPP, as taxas de juro de médio e longo prazo têm vindo a aumentar significativamente, com a taxa de juro implícita das Obrigações do Tesouro a 10 anos a subir de 1,7% para cerca de 3,8% em janeiro de 2017.

Figura 15 - Taxa de juro implícita, no mercado secundário, das Obrigações do Tesouro a 10 anos.



Fonte: Investing.com

No concreto, estima-se que o aumento da maturidade média da DDE, excluindo dívida às instituições da UE e ao FMI – de 5,1 anos em 2013 para 6,6 anos no final de 2016 – se possa traduzir, só em 2017, num aumento da despesa com juros da DDE de cerca de 660 milhões de euros²⁶. Ou seja, se a maturidade média da DDE (excluindo dívida à UE e ao FMI) se tivesse mantido em 5,1 anos como em 2013, a despesa com juros em 2017 seria cerca de 660 milhões de euros inferior à que efetivamente se irá registar. A taxa de juro implícita da DDE em 2016 baixaria dos esperados 3,2% para cerca 2,9%.

O aumento da maturidade média da DDE, excluindo dívida à UE e ao FMI, parece indicar que a estratégia do Governo se baseia em procurar aumentar a maturidade média da dívida, reduzindo mais lentamente do que de outra forma a taxa de juro implícita da DDE, que passou de 3,6% em 2014, para 3,4% em 2015 e para 3,2% em 2016.

Paralelamente ao aumento das maturidades, o IGCP aparenta ter utilizado derivados²⁷ para procurar contrabalançar o efeito na despesa com juros do aumento da maturidade média da dívida. Contudo, o Grupo de Trabalho não dispõe de dados que lhe permitam analisar se as mais-valias do *hedging* de taxas de juro foram suficientes para compensar a maior despesa com juros que resultou desse aumento da maturidade média da dívida, pelo que as estimativas aqui apresentadas excluem sempre eventuais mais-valias da carteira de derivados de *hedging* do risco de taxa de juro.

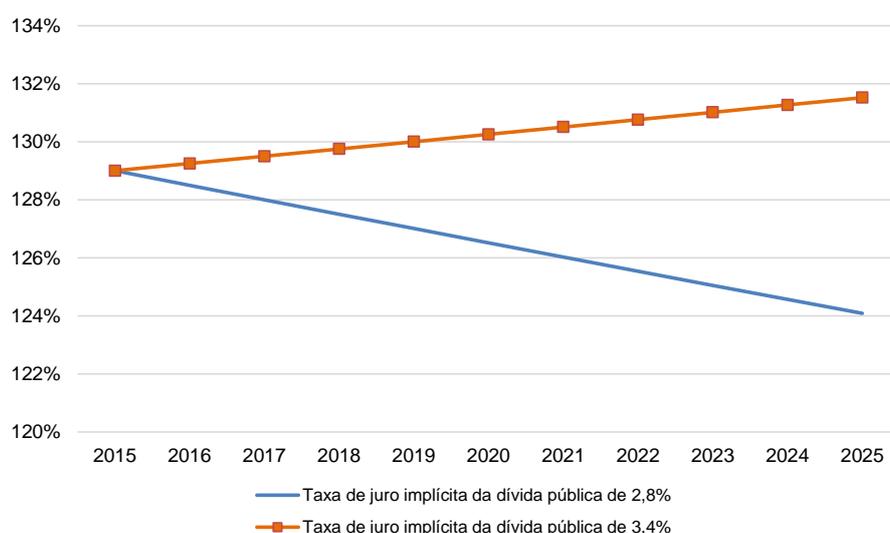
²⁶ Assume-se que a alteração do perfil de maturidade da dívida não teria impactos significativos nas taxas de juro que vigoraram nos mercados no passado recente, reconhecendo-se que poderá não ser esse o caso. O aumento das maturidades médias que ocorreu entre março e dezembro de 2015 foi realizado a taxas de juro implícitas baixas. Contudo, como se pode constatar no Quadro 11 o diferencial (“*spread*”) entre taxas de juro de curto e de médio e longo prazo tem vindo a aumentar, particularmente desde maio de 2016. Utilizando, de forma simplificada, apenas o diferencial de *yields* das diferentes maturidades médias (que era em dezembro de 2016 de cerca de 0,85 p.p.) resulta numa estimativa do custo do aumento da maturidade média muito mais elevado (de cerca de 1,3 mil milhões de euros), que não é contudo o correto porque não reflete as alterações efetivas do *portfólio* de DDE entre 2013 e 2016.

²⁷ O IGCP dispõe de uma carteira de *swaps* muito significativa, que o IGCP utiliza para fazer o *hedging* da taxa de juro e da taxa de câmbio e que, em anos recentes, tem resultado em mais-valias, sobretudo em resultado da depreciação do euro face ao dólar.

Ao aumentar as maturidades residuais médias, o IGCP reduz o montante de dívida que tem de ser refinanciado em cada ano, contribuindo assim para diminuir o risco de refinanciamento dessa dívida. Contudo, a taxa de juro implícita da dívida da República sobe (ou não desce tanto como poderia descer), com impactos na despesa pública, bem como na sustentabilidade da dívida pública e externa do país.

De facto, a taxa de juro implícita do *stock* de dívida pública (na ótica de *Maastricht*) que existia no final de 2014 foi de aproximadamente 3,5% (em contabilidade pública), mas a economia cresceu 3,4% em termos nominais em 2015. Isso significa que a taxa de crescimento da dívida pública (excluindo efeito do saldo primário) foi aproximadamente igual à taxa de crescimento nominal da economia.

Figura 16 - Efeito de alterações da taxa de juro implícita na trajetória da dívida pública (crescimento nominal 3,2% e saldos primários nulos).



Fonte: Estimativas do GT

Se se reduzisse a maturidade média residual da dívida direta do Estado (excluindo dívida às entidades oficiais) de 6,6 para 4,9 anos, estima-se que seria possível reduzir a taxa de juro implícita da dívida direta do Estado de 3,2% (do *stock* de dívida no final de 2016) para entre 2,7% a 2,8% (às taxas de juro de dezembro de 2016). Ou seja, seria mais fácil ao país atingir taxas de crescimento nominal da economia mais elevadas do que a taxa de crescimento da dívida, fator importante para assegurar a sustentabilidade da dívida pública, bem como da dívida externa.

Por exemplo, com saldos primários nulos, uma taxa crescimento nominal do PIB de 3,2% e taxa de juro implícita da dívida pública (de *Maastricht*) de 2,8%, o peso da dívida pública em percentagem do PIB passaria a reduzir-se em cerca de 0,5 p.p. do PIB em cada ano, assegurando uma trajetória lenta de redução do peso da dívida em percentagem do PIB. Em contraste, se a taxa de juro implícita da dívida pública se mantiver em torno dos 3,4%, o peso da dívida pública em percentagem da dívida em percentagem do PIB passaria a aumentar cerca de 0,25 p.p. do PIB em cada ano. Uma diferença na trajetória da dívida pública de mais 0,75 p.p. do PIB em cada ano, ou seja, cerca de 7,5 p.p. do PIB ao fim de 10 anos, o equivalente a cerca de 13,8 mil milhões de euros em 2016. Por conseguinte, para assegurar a sustentabilidade da dívida pública e externa é fundamental reduzir a taxa de juro implícita dessa dívida abaixo da taxa de crescimento nominal do PIB, o que pode ser conseguido através da

redução da maturidade média da dívida, bem como através da diminuição da dimensão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas.

Quadro 12 - Necessidades de refinanciamento de OTs junto de investidores institucionais, em função da maturidade média residual de 6,5 e 5,0 anos, com volumes de refinanciamento anuais constantes

Anos até à maturidade	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Total Saldo de OTs
Saldo de OTs na posse de investidores institucionais por ano de maturidade (assumindo maturidade média residual de 6,5 anos)	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	85,8
Saldo de OTs na posse de investidores institucionais por ano de maturidade (assumindo maturidade média residual de 5,0 anos)	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5				85,8

Evidentemente, tal estratégia alternativa obrigaria o IGCP a financiar, em cada ano, um montante mais elevado de dívida pública junto de investidores institucionais privados nacionais e internacionais. Com maturidade média residual de cerca de 6,5 anos e cerca de 86 mil milhões de euros de dívida pública junto deste tipo de investidores, o IGCP teria de refinarar junto desses investidores, em média, cerca de 7,2 mil milhões de euros de dívida em cada ano, dívida essa com 12 anos de maturidade (ver Quadro 12). Se se optasse por uma maturidade média residual de 5,0 anos, o IGCP teria de refinarar, em média, 9,5 mil milhões de euros em cada ano, dívida essa com 9 anos de maturidade. Note-se que as estimativas acima são meramente indicativas e será sempre necessário analisar a disponibilidade dos investidores para adquirir OTs com as características adequadas para reduzir a maturidade média residual dessa dívida, nomeadamente através do recurso a financiamento do segmento de retalho ou com um perfil não constante de financiamento ao longo do tempo.

A estratégia de redução do risco de refinanciamento através do alongamento das maturidades é, porventura, excessivamente prudente e, portanto, demasiado dispendiosa, face ao montante de dívida que efetivamente se transaciona no mercado que, como referido acima, se estima em 86 mil milhões de euros no final de 2016 (cerca de 47% do PIB), sobretudo quando considerando as disponibilidades líquidas (estimadas em de 22 mil milhões de euros) e outros ativos financeiros e reservas das Administrações Públicas, excluindo dívida pública portuguesa.

A estratégia de redução do risco de refinanciamento através do alongamento das maturidades parece procurar ir ao encontro da “nova” metodologia do FMI, segundo a qual, no caso de países desenvolvidos com rácios da dívida superiores a 60% do PIB, as dívidas públicas são consideradas “sustentáveis”, quando as necessidades brutas de financiamento, incluindo dívida de curto prazo, se situam abaixo de 20% do PIB. Contudo, essa metodologia do FMI também define um limiar para o endividamento público de 85% do PIB. Para um país, como Portugal, com um rácio da dívida muito superior ao referencial do FMI (de cerca de 130% do PIB), faz pouco sentido impor um limite às necessidades brutas de financiamento idênticas às de um país com dívida pública de cerca de 85% do PIB.

Em particular, no caso de Portugal, a maturidade média residual da DDE, incluindo dívida ao setor oficial, era de 8,4 anos no final de 2016, o que seria equivalente a necessidades brutas de financiamento de cerca de 8% do PIB de 2016, em média, se a dívida a amortizar em cada ano fosse constante (o que não é o caso).

Ou seja, embora se entenda o objetivo da atual estratégia de gestão da Dívida Direta do Estado – diminuir o risco de refinanciamento da República e diminuir os montantes de dívida de médio e longo prazo que têm de ser refinanciados em cada ano –, afigura-se que o País pode e deve ponderar rever a referida estratégia reduzindo a maturidade média da dívida, de forma a melhor assegurar uma trajetória mais favorável para a dívida pública.

Importa realçar que as estimativas aqui apresentadas são indicativas, devendo ser calibradas de acordo com as condições de mercado e de forma a manter o risco de refinanciamento controlado.

3.3. Medida II: Reduzir a maturidade média da DDE, excluindo dívida ao FMI e à União Europeia, de 6,6 para cerca de 4,9 anos

A diminuição da maturidade média da DDE far-se-ia através das seguintes medidas:

- Inversão da tendência da redução da emissão de Bilhetes do Tesouro, recomendando-se que, dependendo da procura existente no mercado por este tipo de instrumentos de dívida, o saldo de BTs passe, como no passado, a representar entre 9% e 10% da DDE, aumentando gradualmente de 14 mil milhões de euros, em 2015, para entre 21 e 23 mil milhões de euros, o que se estima resultaria em poupanças significativas na despesa com juros;
- Emissão de Obrigações do Tesouro com prazos inferiores aos que têm sido realizados até à data;
- Recompra antecipada, em montantes relativamente pequenos, de Obrigações do Tesouro e *Medium Term Notes* (MTN) com maturidades longas ou com taxas de juro implícitas (*yields*) elevadas;
- Suspensão das operações de recompra antecipada ou de troca de Obrigações do Tesouro com maturidades curtas.

O GT estima os seguintes efeitos na taxa de juro implícita da DDE, assumindo que o saldo da Dívida Direta do Estado e as taxas de juro do mercado se mantêm aproximadamente constantes:

Quadro 13 - Simulação dos efeitos da alteração da composição e maturidade da DDE.

Composição da Dívida Direta do Estado (excluindo dívida à União Europeia e ao FMI)			
Data	Saldo (em milhares de milhões de euros)	Taxa de Juro Implícita (%)	Maturidade Residual Média (em anos)
Dez. 2015	154,5	3,7%	6,7
Dez. 2016	168,4	3,3%	6,6
Dez. 2017	177,6	3,2%	5,8
Dez. 2018	177,6	3,0%	5,3
Dez. 2019	177,6	2,9%	4,9
Dez. 2020	180,1	2,8%	4,8
Dez. 2021	184,0	2,8%	4,8
Dez. 2022	188,0	2,7%	4,9
Dez. 2023	189,0		

Fonte: Estimativas do GT

4. Operações de recompra antecipada e troca de dívida: a dívida ao FMI

4.1. Gestão da Dívida de Portugal ao FMI

A dívida contraída junto do FMI tem a particularidade de ter uma taxa de juro bastante elevada. A taxa base de qualquer empréstimo do FMI é fixada semanalmente e é calculada tendo em conta o cabaz composto pelas seguintes taxas de juros de referência: Eurepo 3m, US Tbills 3m, UK Tbills 3m, JP Tbills 3m e CNY Tbills 3m (esta última desde outubro de 2016). A esta taxa base é adicionado um *spread* mínimo de 100 p.b., que é aplicado à totalidade do empréstimo. Caso o empréstimo exceda 187,5% da quota do país ao FMI, é aplicada uma sobretaxa de 300 p.b. sobre o montante em excesso. Esta sobretaxa é uma penalização para os empréstimos mais avultados. No caso português é adicionado ao *spread* mínimo a sobretaxa máxima à dívida superior a 1,875* (quota SDR 2.060,1 milhões).

Para além da taxa de base, do *spread* mínimo e da sobretaxa de penalização, acresce ainda uma comissão de serviço de 50 p.b. paga no momento de cada desembolso.

Segundo os dados do IGCP, em julho de 2016 o “*all-in-cost*” para a totalidade dos empréstimos do FMI estima-se em 4,4%, excluindo impacto das coberturas cambiais.

Para reduzir o custo da dívida pública, aproveitando a redução das taxas de juro, foram já realizados pagamentos antecipados ao FMI conforme consta no Quadro 14

Quadro 14 - Reembolsos antecipados ao FMI à data de setembro/2016.

Data do reembolso	Pagamento (M€)	Vida média residual (anos)
mar/15	6620	1,74
jun/15	1829	2,57
fev/16	1972	2,36
nov/dez-16	2525	2,03

Fonte: IGCP²⁸

Nota: os valores de pagamento apresentados foram calculados à taxa de câmbio EUR/SDR da data do respetivo reembolso.

O plano de pagamentos futuros ainda assim pesa sobre a execução dos anos de 2019 a 2024, conforme está indicado no Quadro 15.

Quadro 15 - Plano de pagamentos de Portugal ao FMI (EUR milhões).

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Total
Amortizações na maturidade contratual	-	4 244	4 906	4 306	1 971	832	167	16 428

Fonte: IGCP

Nota: os valores de pagamentos apresentados foram calculados à taxa de câmbio EUR/SDR de dia 22/12/2016.

²⁸ Em fevereiro de 2017 o IGCP amortizou antecipadamente mais 1,7 mil milhões de euros. Este montante já não está refletido nos cálculos apresentados, uma vez que ocorreu posteriormente à conclusão dos mesmos.

Os cálculos aqui apresentados foram realizados com dados e informação disponível até novembro de 2016. Nessa data, a informação disponível do GT indicava que o IGCP pretendia amortizar antecipadamente 3,5 mil milhões de euros de dívida ao FMI em 2017, estando o Estado autorizado, pelo Eurogrupo, a pagar antecipadamente ao FMI metade desse montante.²⁹

Existe um grande diferencial entre as taxas de juro pagas pelo empréstimo ao FMI e as condições atuais de financiamento no mercado (vide Quadro 11). Esta disparidade oferece uma janela de oportunidade para a redução dos custos anuais com juros através da amortização antecipada de dívida ao FMI, que aliás estava prevista pelos Governos anterior e atual. A diferença da proposta aqui apresentada consiste num montante de amortização muito superior ao anteriormente planeado pelo Governo.

A título de exemplo, para uma amortização de 6,7 mil milhões de euros de dívida ao FMI que vence em 2019 e 2020, substituindo-a por dívida com maturidades idênticas, estimam-se reduções da despesa com juros de cerca de 130 milhões de euros por ano.³⁰ Neste exemplo, sugere-se que seja amortizada a dívida com prazo anterior a 2020, de que resultariam poupanças mais significativas.

Utiliza-se nesta estimativa a taxa de juro (*all-in*) em dólares. A taxa de juro equivalente em euros é mais baixa, por exemplo, de 3,4% para a dívida com maturidade em 2018.

4.2. Medida III: Recompra antecipada de dívida ao FMI

Propõe-se o reembolso antecipado ao FMI, em 2017, do montante de dívida superior a 187,5% da quota de Portugal no FMI (5 000 milhões de euros), dado que este é o valor que está sujeito à sobretaxa de 300 pb e que é o principal fator de penalização deste empréstimo e porque se adota o mesmo critério que a Irlanda. Esse montante é estimado em 7 920 milhões de euros que acrescem aos 3 500 milhões de euros cujo pagamento antecipado já estava previsto pelo IGCP.

A dívida ao FMI passaria a ser de cerca de 5 mil milhões de euros, obtendo-se as maiores poupanças na dívida ao FMI que vence em 2019, 2020 e em 2021 (parte da dívida com maturidade nesse ano). Uma fração da dívida ao FMI beneficia de taxas de juro baixas (cerca de 1,3%) e não seria amortizada antecipadamente (ver Quadro 16).

²⁹ Informação mais recente indica que o Governo pretendia amortizar antecipadamente mais 3,5 mil milhões de euros de dívida ao FMI em 2018.

³⁰ Os cálculos das poupanças na despesa com juros é efetuado em condições *ceteris paribus*, i.e., maturidades idênticas. Na realidade, a dívida ao FMI seria substituída (em parte) por dívida com maturidade média residual superior.

Quadro 16 - Previsão de poupança com reembolsos antecipados ao FMI com base em emissão de dívida com a mesma maturidade.

Data de maturidade da dívida ao FMI	Valor (M€)	Taxa de juro ponderada (all-in)	Despesa com juros atual (M€, por ano, até maturidade)	Maturidade da OT	Yield da OT	Despesa com juros possível (M€, por ano, até maturidade)	Poupança na despesa com juros (M€, por ano, até maturidade)
2019	4 244	4,30%	182	2 anos	-0,03%	-1	184
2020	4 906	4,30%	211	3 anos	0,56%	27	183
2021	4 306	3,03%	130	4 anos	1,31%	62	68
2022	1 971	1,31%	26	5 anos	1,84%	36	-10
2023	832	1,31%	11	6 anos	2,42%	20	-9
2024	167	1,31%	2	7 anos	3,05%	5	-3

Fonte: Estimativa do GT

Em relação aos atuais planos de pagamento amortizado da dívida ao FMI, estima-se uma redução da despesa pública de 284 milhões de euros em 2018, de idêntico montante em 2019, de 254 milhões de euros em 2020 e de 68 milhões de euros em 2021. Os pressupostos do cálculo apresentado radicam no recurso à emissão de OT de iguais maturidades residuais à dívida a amortizar antecipadamente ao FMI.

É de realçar que com o pagamento antecipado desses empréstimos é expectável que o IGCP encerre os contratos de *swaps* de taxa de câmbio que possui.

O pagamento antecipado ao FMI é um instrumento importante para a redução dos custos com juros até ao ano de 2024. Deverá ser enquadrado nas possibilidades de realização de leilões de OT nos valores necessários, mas tem de ser uma prioridade na gestão da dívida pública.

5. Melhoria da gestão da dívida pública, das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas e da unidade de tesouraria do Estado

5.1. As disponibilidades líquidas e a unidade de tesouraria do Estado e a unidade de tesouraria da Segurança social

A boa gestão da dívida bruta das administrações públicas na ótica de Maastricht deve tomar dois aspetos em consideração. O primeiro tem a ver com a existência de depósitos da Administração Central (com frequência designados por “almofada financeira”), o que permite falar também do conceito de dívida líquida de depósitos. Se é um facto que a dívida bruta é a relevante para o pagamento de juros, também é importante analisar a dívida líquida de depósitos, na medida em que eles poderão ser facilmente mobilizados para amortizar parcialmente essa dívida.³¹ Para se perceber a variabilidade desta “almofada financeira” registe-se que esta totalizava 17,6 mil milhões de euros em dezembro de 2014, 13,3 mil milhões de euros em dezembro de 2015, 18,1 mil milhões de euros

³¹ Na realidade a análise da evolução da dívida bruta pode ser enganadora em relação aos passivos das administrações públicas (APs). De 2014 para 2015 o peso da dívida bruta no PIBpm reduziu-se, mas essa redução foi inferior à redução dos depósitos das APs, de modo que o peso da dívida líquida de depósitos aumentou.

em novembro de 2016³² e 17,3 mil milhões de euros em dezembro de 2016 (Boletim Estatístico do Banco de Portugal Anexo K1.2).

A “almofada financeira” da administração central tem benefícios e custos. Os benefícios derivam de assinalar, interna e externamente, que o país tem a garantia de cobrir as suas necessidades brutas de financiamento durante um certo tempo sem necessidade de recorrer aos mercados. Isto é, fica, nesse período, imune a uma eventual volatilidade dos mercados, sendo assim um instrumento para a redução do risco. Os benefícios traduzem-se assim numa eventual redução da taxa a que se financia o soberano português, ao dispor da opção de adiar ou reduzir a dimensão de operações de financiamento se as condições de financiamento não forem as ideais. Os custos resultam dos juros que são pagos sobre a dívida pública adicional que é necessário emitir para financiar essas disponibilidades líquidas acima da normal gestão de tesouraria do Estado.

As disponibilidades líquidas das Administrações Públicas podem ser classificadas em três grandes componentes. A primeira é o resultado da política de gestão da dívida pública e do financiamento do Estado, pelo IGCP e Direção Geral do Tesouro. Consiste nomeadamente em disponibilidades líquidas obtidas através de emissões de dívida pública ou de empréstimos de credores oficiais (e.g. BCE, CE, FMI) e geridas pelo IGCP.

Uma segunda componente é a que resulta, por um lado, de disponibilidades de tesouraria de organismos da Administração Central, determinada pela Unidade de Tesouraria do “Estado”, que estão sediadas no Tesouro sendo geridas pelo IGCP. O IGCP deposita uma parte desses fundos junto do Banco de Portugal. Outra parte estará depositada junto da banca comercial. Por outro lado, esta componente das disponibilidades líquidas da Administração Central resulta ainda de disponibilidades de tesouraria de alguns organismos da Administração Central (Fundos e Serviços Autónomos, Setor Empresarial do Estado dentro do perímetro de consolidação) parcialmente ou totalmente isentos do princípio da Unidade de Tesouraria do Estado. Essas disponibilidades líquidas são tipicamente depositadas por esses organismos da Administração Central junto da banca comercial residente.

Uma terceira componente é a que resulta de disponibilidade de tesouraria de organismos das Administrações Públicas, excluindo a Administração Central, que não estão obrigados a cumprir a Unidade de Tesouraria do Estado. Por exemplo, a Segurança Social, a Administração Local e a Administração Regional.

O atual regime jurídico da unidade de tesouraria do “Estado” (DL 191/99 com alterações) é claro quanto ao âmbito da UTE. Ela incide *obrigatoriamente* sobre os serviços integrados do subsector Estado e dos fundos e serviços autónomos de carácter administrativo ou empresarial e numa base *voluntária* sobre os organismos das regiões autónomas e das autarquias locais. Finalmente a Segurança Social deveria ter uma Unidade de Tesouraria (UTSS) própria regulada por diploma próprio, mas aparentemente, de acordo com o Parecer do Tribunal de Contas à Conta Geral de Estado de 2015, a UTSS não foi ainda legislada e regulamentada.

³² Este foi o valor utilizado para as simulações neste relatório pois era o que estava disponível na altura em que foram realizadas. A informação sobre o valor de 2016 só ficou disponível posteriormente.

No campo das empresas do setor empresarial do Estado importa realçar que as empresas públicas não financeiras foram obrigadas à UTE a partir de 2010 e que uma auditoria do Tribunal de Contas de 2013 (relatório 15/2013-2ª secção) ainda verificou um número significativo de empresas em situação de incumprimento. Concluía-se então que “o sistema de acompanhamento e controlo instituído pela DGTF vigente em 2011 e 2012 é ineficaz pois não identifica todas as empresas incumpridoras, os respetivos montantes fora do Tesouro nem os rendimentos obtidos em situação de incumprimento, os quais devem ser entregues ao Estado.”

Por seu turno a Conta Geral do Estado de 2015 dá conta da situação em 2015 e mostra que não há muitos organismos em incumprimento. Há 71 organismos dispensados da UTE, cujos fundos se encontram fora do IGCP, no montante de 153 milhões de euros (quadro 83 CGE2015 Tomo 1); a maioria dos fundos está no IGCP (6,2 mil milhões de euros) e apenas uma parcela ínfima (42 milhões) está indevidamente fora do IGCP, o que representa uma taxa de incumprimento de 0,7%. Pode concluir-se que não há muita margem para obter recursos adicionais por combate ao incumprimento na administração central (de natureza administrativa), embora possa existir no setor empresarial do Estado.

5.2. A dívida direta do Estado que não é dívida de Maastricht

A dívida pública bruta (ótica de Maastricht) corresponde à dívida tomada por entidades externas às administrações públicas (APs). A dívida emitida por certos entes públicos e tomada por outros é tratada de modo consolidado, pelo que não leva a um aumento da dívida pública. Por outro lado, se se substituir a dívida a terceiros (a entidades fora das APs) por dívida a entidades das APs, mantendo-se tudo o resto constante, a dívida pública diminui. Foi nesse sentido que em 2013 foram dadas orientações ao Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) para adquirir mais dívida pública (ver Portaria 216-A/2013). O FEFSS tinha já como regra deter um mínimo de 50% da sua carteira em dívida pública, ficando então com a orientação de não ultrapassar o limite de 90%. Assim, se em 2013 o valor do fundo era de 11,7 mil milhões de euros dos quais 6,8 mil milhões de euros (57,85%) estavam aplicados em títulos da dívida pública³³, no ano seguinte, em 2014, o valor do fundo era de 13,5 mil milhões de euros, dos quais 10,1 mil milhões (75,05%) estavam a ser aplicados em dívida pública nacional.³⁴

Existem outros instrumentos de dívida do Estado que não contam para a dívida bruta na ótica de Maastricht e a que deve ser dada alguma atenção. Uma forma alternativa de os organismos das administrações públicas (sejam da administração central ou não) aplicarem as suas disponibilidades financeiras são os certificados especiais de dívida de curto prazo (até 12 ou 18 meses em casos

³³ Inclui Bilhetes de Tesouro e CEDIC que sendo certificados de dívida não contam para a dívida de Maastricht (ver a seguir).

³⁴ Sem prejuízo da avaliação que se possa fazer desta medida do Ministro das Finanças de então, esta opção por papel mais ativo do FEFSS na compra de dívida pública nacional significa que, na sua ausência, a dívida pública teria aumentado em 2014 mais 3,4 mil milhões de euros. Refira-se ainda que, no início de 2017 não é ainda conhecido o relatório e contas do FEFSS de 2015.

especiais) ou de médio e longo prazo (mais de 18 meses). São, respetivamente os CEDIC e os CEDIM. Fazendo parte da dívida direta do Estado, não contam para a dívida pública bruta pois esta é consolidada e neste caso o emitente (IGCP) e o tomador (organismo das administrações públicas) são ambos das administrações públicas. Isto significa que quanto maior for o volume financeiro destes recursos melhor será para os presentes propósitos, pois desta forma o financiamento do Estado não implica um aumento da dívida pública. De acordo com o IGCP, a quase totalidade das aplicações financeiras no final de 2016 (e.g. 5,3 mil milhões de euros) são feitas no curto prazo (CEDIC – 5,2 mil milhões de euros) e não em médio e longo prazo (CEDIM – 82 milhões de euros). Parece assim existir campo para que se aumente no futuro o montante aplicado nestes certificados em situações vantajosas, tanto para quem neles aplica os recursos, como para o Estado.

5.3. Os custos e os benefícios da “almofada financeira” do Estado

As disponibilidades líquidas da Administração Central eram de 18,1 mil milhões de euros em novembro de 2016, de acordo com o Boletim Estatístico do Banco de Portugal (Anexo K.1.2). Contudo, por exemplo, só a Segurança Social e a Administração Local dispunham ainda de saldos de 4 mil milhões de euros.

Assim sendo, estima-se que as disponibilidades líquidas das Administrações Públicas em novembro de 2016 seriam de pelo menos 22 mil milhões de euros. De acordo com o IGCP, parte destas disponibilidades serão detidas por empresas do grupo Caixa Geral de Depósitos reclassificadas no perímetro da Administração Central não estando, por conseguinte, depositadas junto do Tesouro.

O IGCP também refere que a “almofada financeira” diretamente gerida pelo IGCP era de 8,7 mil milhões de euros no final de 2015 (do total de 13,3 mil milhões de euros da Administração Central), sendo que, deste montante, 2,1 mil milhões de euros servem como caução para contas margem de posições de derivados detidas pelo IGCP.

O IGCP apresenta três estimativas diferentes para os custos (despesa com juros) da almofada financeira, a primeira baseada na taxa de juro implícita média da República, a segunda baseada nos custos de emissão de dívida do ano mais recente e a última baseada na taxa de juro de Bilhetes do Tesouro.

Utilizando a medida mais desfavorável indicada pelo IGCP, a taxa de juro implícita média da DDE – que se afigura a mais adequada porque reflete os custos de todo o portfólio da DDE – o IGCP estima que os custos da almofada financeira da Administração Central foram, em 2015 e em 2016, de 465 e 390 milhões de euros, respetivamente.

Contudo, uma vez que as disponibilidades líquidas das Administrações Públicas são muito superiores às da Administração Central, afigura-se importante que a estimativa da despesa com juros que resulta da “almofada financeira” inclua as disponibilidades líquidas de todas as Administrações Públicas, que como se referiu acima, se estimam em cerca de 22 mil milhões de euros, a maior parte da qual não está sob gestão do IGCP. Estima-se assim a despesa anual com juros da almofada financeira em cerca de 730 milhões de euros ($=3,3\% \times 22\ 000$) em 2017, calculada com base na taxa de juro implícita da DDE excluindo dívida ao setor oficial em 2016 (3,3%).

Por conseguinte, afigura-se que a composição e a gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas poderiam ser melhoradas, sem que daí advenham riscos significativos para a gestão da carteira de dívida direta do Estado nem para os restantes organismos da Administração Pública, particularmente considerando que o Estado dispõe de outros ativos financeiros de menor liquidez a que pode recorrer em situações de emergência. É isso que aqui se propõe.

5.4. Medida IV: Melhoria da gestão da dívida pública, da tesouraria do “Estado” e da Segurança Social e da “almofada financeira” das Administrações Públicas

Dado o volume modesto de dívida direta do Estado que é, na realidade, detida pelo setor privado e institucional nacional e internacional – que se estima em 86 mil milhões de euros no final de 2016 (vide Secção 3.1) – e aos elevados custos desta “almofada financeira”, as disponibilidades líquidas do conjunto das Administrações Públicas (e não apenas da administração central) poderiam passar a ser depositadas junto do IGCP, passando este a agir como banco das Administrações Públicas.

A Constituição e a lei preveem que várias instituições da administração pública gozem de autonomia na administração das suas disponibilidades líquidas, não havendo, como referimos acima, um princípio da unidade de tesouraria para a totalidade das administrações públicas. No caso da Segurança Social, da Administração Local e da Administração Regional, o dever fiduciário obriga os gestores dessas instituições, nomeadamente dos Fundos da Segurança Social, a gerir essas disponibilidades líquidas de forma a maximizar os respetivos rendimentos financeiros de acordo com as regras aplicáveis para a gestão do risco. Pelo que, conforme referido, se entende que essas instituições não estão nem devem estar obrigadas a depositar as disponibilidades líquidas junto do IGCP a taxas de juro inferiores às que essas instituições são capazes de obter no mercado, i.e., junto da banca comercial. Contudo, poderão fazê-lo de forma voluntária.

A proposta que aqui se faz é que o IGCP passe a oferecer taxas de juro mais elevadas do que as atuais às instituições públicas que não estão sujeitas à Unidade de Tesouraria do Estado, mas inferiores ao custo médio de financiamento da República, para as aplicações financeiras (depósitos à ordem e a prazo) de elevada dimensão de entidades das Administrações Públicas. Dessa forma, as instituições das Administrações Públicas teriam incentivos a depositar as suas disponibilidades líquidas junto do IGCP, que atuaria como agente orçamental dessas instituições.

Note-se que entidades da Segurança Social, Administração Local e Regional e outras depositam essas disponibilidades líquidas junto da banca comercial que empresta esses fundos. Por conseguinte, os depósitos dessas entidades junto do IGCP estariam mais seguros contra o risco de perdas do que na atualidade.

O efeito líquido dessa proposta nas contas das Administrações Públicas seria negligenciável, uma vez que a despesa acrescida do IGCP com juros (Administração Central) constitui receita de outras entidades das Administrações Públicas.

Porém, as disponibilidades líquidas das Administrações Públicas assim centralizadas em conta do Tesouro passariam a ser de muito maior volume, o que teria dois efeitos:

- O Estado poderia passar a divulgar, nomeadamente junto de investidores institucionais, a dimensão global das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas, o que contribuiria para um aumento da confiança dos agentes na capacidade da República em honrar os seus compromissos financeiros face aos credores;
- Seria possível otimizar a gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas, à semelhança da gestão de tesouraria de qualquer banco comercial.

Afigura-se, por conseguinte, que é possível melhorar este aspeto importante da gestão de tesouraria das Administrações Públicas, com reflexos significativos nas contas públicas.

6. Efeitos das Medidas I a IV e do programa PSPP do BCE

6.1. Efeitos nas contas públicas

O Quadro 17 apresenta as estimativas, a título indicativo, dos efeitos de cada uma das medidas propostas, estimadas isoladamente e em conjunto³⁵. Estima-se que o efeito conjunto das quatro medidas na redução da despesa com juros, por ano, poderia chegar a cerca de 1200 milhões de euros em 2023, em contabilidade pública, sendo que os efeitos dependem do impacto da alteração do perfil de maturidades da dívida nas taxas de juro bem como da capacidade do Estado em alterar o seu modelo de gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas. O conjunto das quatro medidas começaria a surtir efeitos, em contabilidade pública, a partir de 2017. Em contabilidade nacional, os efeitos ocorreriam uns meses mais cedo do que o apresentado no quadro.

³⁵ O impacto de cada medida individual é estimado em condições “*ceteris paribus*”. O efeito conjunto das quatro medidas é inferior à soma das medidas individuais uma vez que cada uma das medidas individuais tem efeitos nas restantes. Por exemplo, o pagamento antecipado da dívida ao FMI obriga ao financiamento dessa dívida nos mercados, sendo a maturidade desse financiamento superior à maturidade da dívida ao FMI que esse financiamento substitui.

Quadro 17 - Efeitos das medidas propostas nas contas públicas.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Medidas pontuais para a otimização da despesa pública								
Efeitos nas contas públicas (em milhões de euros, ótica de contabilidade pública)								
Medida I - Alteração dos procedimentos do BdP para constituição de provisões								
Efeito nas receitas da alteração da política de provisões do BdP		451	195					
Medida II - Diminuição da maturidade média da DDE (excl. setor oficial)								
Despesa com juros DDE (excl. setor oficial) com maturidade atual (6,6 anos)	5 561	5 557	5 557	5 557	5 557	5 557	5 557	5 557
Despesa com juros com juros após redução de maturidade	5 561	5 557	5 170	4 900	4 665	4 513	4 429	4 277
Redução da despesa pública (Medida II)			387	657	893	1 044	1 128	1 280
Medida III - Pagamento antecipado de 7 920 M€ de dívida ao FMI								
Despesa com juros da dívida ao FMI	750	589	171	71	71	71	42	12
Custo do financiamento de substituição com maturidade idêntica			57	57	57	30	0	0
Redução da despesa pública (Medida III)			284	284	252	68	0	0
Medida IV - Melhoria da gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas								
Despesa com juros das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas	659	729	594	528	462	462	330	396
Redução da despesa pública (Medida IV)			135	201	267	267	399	333
Redução efetiva da despesa consolidada com juros			215	633	724	861	1 009	1 162
Efeito global das quatro medidas propostas		451	410	633	724	861	1 009	1 162
Impostos e dividendos pagos pelo BdP (programa PSPP)			680	875	875	875	875	875
Efeito total medidas propostas e do programa PSPP		451	1 090	1 508	1 599	1 736	1 884	2 037
Dívida Direta do Estado (DDE)	236 355	234 400	234 400	234 400	236 700	232 300	234 300	234 500
Taxa de juro implícita da DDE	3,2%	3,0%	2,89%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,8%
Maturidade residual média DDE (excl. dívida ao setor oficial)	6,6	5,8	5,3	4,9	4,8	4,8	4,9	4,9

Fonte: Estimativas do GT

Nesta análise, de forma a poder estimar a redução da despesa com juros em relação ao ano base (2017)³⁶, não se entra em linha de conta com as necessidades líquidas de financiamento entre 2017 e 2023 (i.e., nomeadamente resultante dos défices públicos desses anos), das quais resultará um acréscimo adicional da despesa com juros de 2018 em diante, bem como um aumento das necessidades de emissão bruta de dívida de médio e longo prazo (Obrigações do Tesouro) aqui estimadas. Pela mesma razão, as estimativas são realizadas considerando as taxas de juro observadas em dezembro de 2016 (vide Quadro 11).

Estima-se que as quatro medidas propostas poderiam resultar numa redução da taxa de juro implícita da dívida pública de 0,4 pontos percentuais em relação à taxa de juro registada no final de 2016, contribuindo, como referido acima, para uma significativa melhoria da trajetória da dívida pública.

Todos os parâmetros da análise apresentada são meramente indicativos, sendo possível optar por uma menor redução da dimensão das disponibilidades líquidas e da maturidade média residual da dívida. Se, por exemplo, se optasse por: (i) reduzir a dimensão da almofada financeira das Administrações Públicas em 6 mil milhões de euros, para 16 mil milhões de euros; e (ii) reduzir a maturidade média da DDE (excluindo dívida ao sector oficial) de 6,6 para 5,3 anos (ao invés da redução da maturidade para 4,9 anos em que se baseiam as estimativas), então estima-se uma redução da taxa de juro implícita da DDE de cerca de 0,3 pontos percentuais e uma redução global da despesa com juros de cerca de 600 milhões de euros por ano, em contabilidade pública, a partir de 2019.

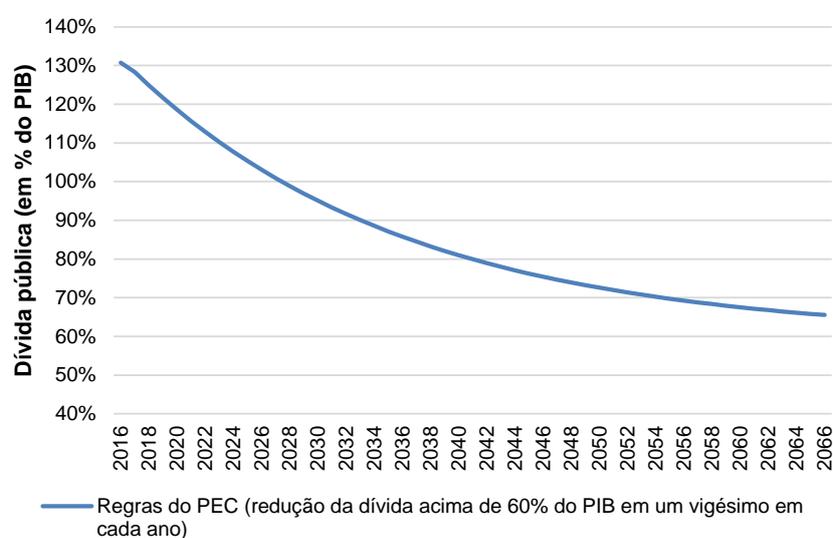
³⁶ Em 2017, é estimada a redução de despesa com juros, em comparação com 2016, de 178 milhões de euros (redução da taxa de juro implícita de 3,2% em 2016 para 3,1% em 2017), para o mesmo nível da DDE. Esta redução da despesa com juros reflete as opções de gestão de dívida do IGCP e a evolução da taxa de juro até ao final de 2016 e, por conseguinte, não é incluída nas estimativas dos efeitos das medidas aqui propostas.

Independentemente das medidas acima propostas, estima-se ainda que o programa PSPP do BCE tenha um efeito favorável nas receitas públicas de cerca de 875 milhões de euros por ano a partir de 2019 e até 2025, começando a diminuir a partir de 2026.

6.2. Efeitos na trajetória da dívida pública

A Figura 17 apresenta a simulação para a trajetória da dívida pública.³⁷ Assume-se uma taxa de crescimento nominal de 3,2% e que a taxa de juro implícita da dívida pública se mantém constante em 3,4% (duas décimas acima da taxa de juro implícita da DDE).

Figura 17 - Trajetória da dívida pública.



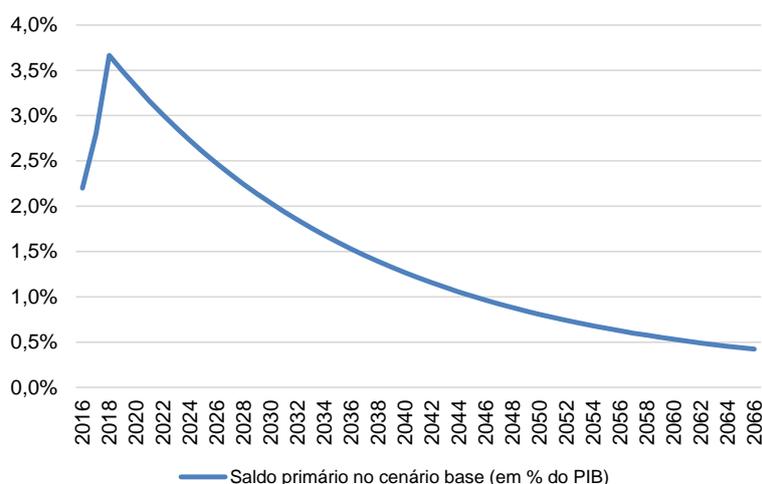
Fonte: Estimativas do GT

O Tratado Orçamental e as regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento obrigam à trajetória de redução da dívida pública representada na Figura 17. Ao fim de 20 anos (2037) a dívida pública cairia para 84,5% do PIB. Em 2067 seria de cerca de 65% do PIB.

Importa ter presente o esforço orçamental subjacente àquela redução de dívida. Assim, apresenta-se na Figura 18 uma estimativa da trajetória dos saldos orçamentais primários que são necessários para assegurar essa trajetória de convergência da dívida pública para os 60% do PIB.

³⁷ Para simplificação, e porque o nosso objetivo neste capítulo é comparar trajetórias do rácio da dívida tendo em conta várias medidas, apresentamos aqui a versão mais simples da dinâmica da dívida sem considerar nem ajustamentos défice-dívida, nem o objetivo de médio prazo atual que é de +0,25 para o saldo estrutural, como efectuámos no capítulo 4 da Parte I. O que nos interessa aqui são sobretudo as diferenças em relação a um cenário sem medidas. De qualquer modo consideramos as mesmas hipóteses base acerca do crescimento nominal do produto e da taxa de juro implícita na dívida pública.

Figura 18 - Saldo primário necessário para respeitar a trajetória da dívida pública (cenário base).

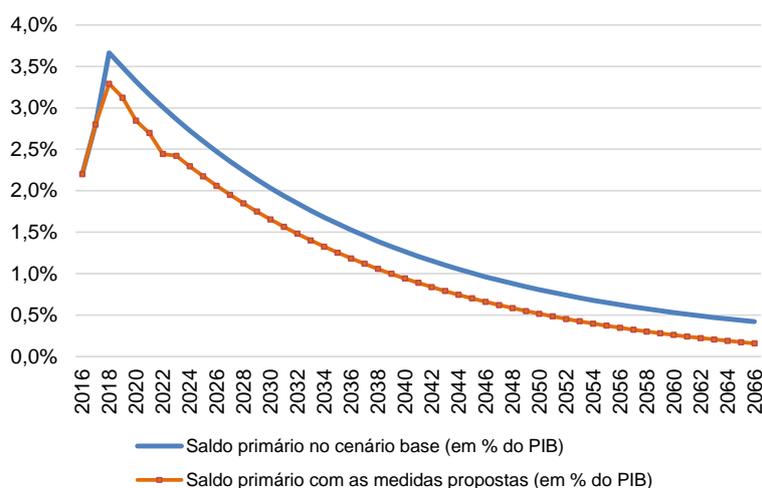


Fonte: Estimativas do GT

Para que o país cumprisse as regras do PEC seriam necessários saldos primários de pelo menos 2% do PIB até 2030, atingindo 3,7% e 3,5% do PIB em 2018 e 2019 (respectivamente), e saldos primários acima de 1% do PIB até 2046.

Não existe registo histórico de país da União Europeia que tenha sido alguma vez capaz de obter saldos primários continuamente superiores a 2,0% do PIB ao longo de vários anos com taxas de crescimento do PIB nominal não superiores a 3,2% (valor que assumimos nos cenários apresentados), pelo que não se afigura plausível que Portugal o venha a fazer. Porém, de acordo com as atuais regras orçamentais europeias e assumindo as atuais condições de pagamento da dívida, se Portugal não atingisse tais níveis de saldos primários ao longo de duas décadas estaria em situação de incumprimento.

Figura 19 - Efeito das Medidas I a IV nos saldos primários necessários para cumprir a trajetória da dívida pública do PEC.



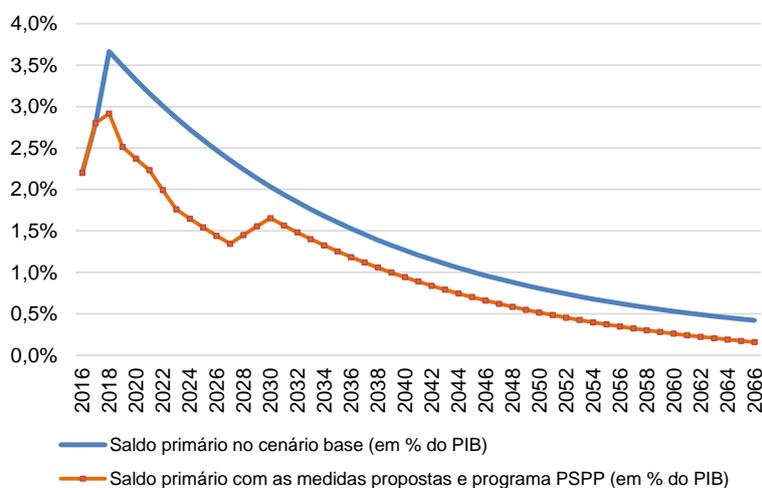
Fonte: Estimativas do GT

A aplicação das quatro medidas pontuais propostas pelo Grupo de Trabalho (GT) permitiria uma pequena redução do esforço orçamental necessário para assegurar a trajetória de redução de dívida pública exigida pelo PEC (Figura 19). Em relação à trajetória de dívida atual, o saldo primário necessário poderia ser inferior em cerca de 0,4 pontos percentuais do PIB, em cada ano, até 2034, sendo necessário um menor esforço nas restantes rubricas de receitas e despesas do Orçamento do Estado. O país passaria a estar obrigado a registar saldos primários de pelo menos 2% do PIB, em média, até 2027 e de pelo menos 1% do PIB, em média, até 2039.

Contudo, é evidente que só as quatro medidas pontuais propostas pelo GT são insuficientes para alterar de forma estrutural a atual dinâmica da dívida pública portuguesa, pois não é credível assumir que as Administrações Públicas portuguesas sejam capazes de registar saldos primários de 2,0% do PIB ao longo de uma década, ao mesmo tempo que a economia portuguesa regista taxas de crescimento económico nominal moderadas (3,2% ao ano).

Se se considerar além disso o efeito do programa PSPP, então é possível cumprir as regras de convergência da dívida do PEC com saldos primários sempre inferiores a 3% do PIB (Figura 20). As medidas propostas e o PSPP, que teria efeitos ao longo de cerca de 10 anos, teriam um impacto significativo no pico do esforço de consolidação orçamental, que ocorreria entre 2017 e 2022. Mesmo assim, seriam necessários saldos primários continuados acima de 1,5% do PIB.

Figura 20 - Efeito das Medidas I a IV e do programa PSPP nos saldos primários necessários para cumprir a trajetória da dívida pública do PEC.



Fonte: Estimativas do GT

7. Efeitos das Medidas I a IV e do programa PSPP do BCE nas contas externas e na dívida externa

O Quadro 18 indica os principais impactos das medidas propostas nas contas externas (balança de rendimento primário), que resultam fundamentalmente das seguintes alterações:

- Redução da dimensão da almofada financeira, cujo resultado se estima poder resultar numa diminuição do endividamento externo num montante próximo do montante da redução da almofada financeira;

- Amortização da dívida ao FMI que será quase exclusivamente substituída por nova dívida externa na forma de Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, com taxas de juro mais baixas do que as do empréstimo do FMI (estimam-se aqui os efeitos na balança de rendimento primário tanto da amortização antecipada de dívida ao FMI como da amortização inicialmente programada da dívida ao FMI);
- Redução da maturidade média da DDE e, em particular, do aumento de emissões de Bilhetes do Tesouro e da redução da maturidade das novas emissões de dívida de médio e longo prazo (Obrigações do Tesouro); e
- Efeito na balança de rendimentos do programa PSPP.

Quadro 18 - Efeitos das medidas propostas, da amortização da dívida ao FMI e do programa PSPP na balança de rendimento primário.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Medidas pontuais para a otimização da despesa pública								
Efeitos nas contas externas (em milhões de euros, ótica de contabilidade pública)								
Medida II - Diminuição da maturidade média da DDE (excl. setor oficial)								
Redução dos débitos brutos da balança de rendimento primário (Medida II)			101	189	263	303	357	418
Medida III - Pagamento antecipado de 7 920 M€ de dívida ao FMI								
Redução dos débitos brutos da balança de rendimento primário (Medida III)			284	284	252	68		
Medida IV - Melhoria da gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas								
Redução dos débitos brutos da balança de rendimento primário (Medida IV)			128	184	235	230	335	270
Redução efetiva dos débitos brutos da balança de rendimento primário			370	441	498	533	692	688
Efeito do programa PSPP nos débitos brutos da balança de rendimento primário	584	1 018	1 018	1 018	1 018	1 018	1 018	1 018
Efeito total das medidas propostas e do programa PSPP	584	1 018	1 388	1 459	1 516	1 552	1 710	1 706

Fonte: Estimativas do GT

Os efeitos nas contas externas diferem dos efeitos nas contas públicas, uma vez que só parte da dívida pública é detida por não residentes. As medidas propostas com impacto mais favorável na balança de rendimento primário seriam a diminuição das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas, bem como a redução da maturidade média da dívida³⁸.

A Medida I - Alteração dos procedimentos do BdP para constituição de provisões, só afetaria as contas públicas não tendo qualquer impacto nas contas externas uma vez os efeitos nas contas externas resultam diretamente do programa PSPP.

Ou seja, estima-se que as medidas propostas tenham um efeito permanente favorável de cerca de 700 milhões de euros por ano na balança de rendimento primário, o que seria equivalente a uma redução do valor presente da dívida externa de Portugal de cerca de 9% do PIB.

³⁸ O pagamento antecipado de 7,9 mil milhões de euros de dívida ao FMI é em parte financiado através da redução da dimensão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas (de 4, 2 e 2 mil milhões de euros em 2017, 2018 e 2019, com efeito o ano seguinte), pelo que parte do seu efeito já está refletido na medida II entre 2018 e 2020. Considera-se que a redução da dimensão das disponibilidades líquidas resulta na redução 1 para 1 do endividamento face a não residentes, enquanto a redução da taxa de juro implícita da dívida pública repercute-se na redução da despesa com juro junto de credores residentes (60%) e não residentes (40%). De acordo com o IGCP, os não residentes detinham 35% da DDE em novembro de 2016.

O programa PSPP tem igualmente um efeito favorável na balança de rendimento primário, mas temporário, começando a diminuir após 2025. Por conseguinte, o efeito na dívida externa será inferior (entre 4% e 5% do PIB).

A dívida externa líquida de Portugal era de 94,5% do PIB no final de 2016. Assim, as medidas propostas pelo GT, a amortização de dívida ao FMI e o programa PSPP têm um impacto marginal que não é suficiente para reduzir de forma significativa o endividamento externo líquido do país.

PARTE III – Escolhas europeias para a sustentabilidade da dívida

1. *Estratégia de gestão da dívida pública em 2017*

1.1. Introdução

A 8 de dezembro de 2016³⁹, o BCE anunciou a extensão do programa alargado de compra de ativos⁴⁰ até dezembro de 2017, reduzindo o volume de compras de 80 para 60 mil milhões de euros por mês. Ou seja, o programa traduz-se na aquisição de mais 540 mil milhões de euros de ativos financeiros pelo Eurosistema do que o previsto até essa data. A realizar-se integralmente, no final de 2017 o Eurosistema terá adquirido cerca de 2,3 biliões de euros de ativos financeiros (cerca de 22,5% do PIB da zona euro), sendo que cerca de 75% desse montante corresponderá a dívida pública e a dívida de agências públicas reconhecidas dos países membros e 8% a dívida de bancos de desenvolvimento multilaterais e organizações internacionais (e.g., MEE, BEI).

Até dezembro de 2016, o BCE e o BdP adquiriram 24,6 mil milhões de euros de dívida pública portuguesa, 2,17% da dívida pública dos países membros adquirida no âmbito do programa PSPP (*Public Sector Purchase Programme*), abaixo da chave de capital de Portugal no BCE ajustada aos países elegíveis, que é de aproximadamente 2,55%. O Eurosistema detinha ainda, no final de 2016, cerca de 9,5 mil milhões de euros de Obrigações do Tesouro (OTs) adquiridas no âmbito do *Securities Market Programme* (SMP)⁴¹. A dívida pública portuguesa detida pelo BCE e o BdP no âmbito do SMP e do PSPP representava, em dezembro de 2016, cerca de 31% do saldo vivo (*stock*) de OTs e 14,4% da DDE.

O volume mensal de aquisição de dívida pública portuguesa no âmbito do PSPP baixou sobretudo no segundo semestre de 2016. Por isso, a dívida pública adquirida pelo BCE e BdP ficou próxima do montante inicialmente previsto neste relatório (as compras, em 2016, ficaram muito abaixo da quota de capital de Portugal no BCE – vide abaixo). De facto, embora o programa de compras da dívida pública portuguesa devesse teoricamente representar, em percentagem do total da compra de dívida pública de países membros, o equivalente à chave de capital ajustada aos países elegíveis de Portugal no BCE, o seu alcance estará a ser parcialmente constringido pelas regras definidas.

1.2. A evolução das regras do PSPP

Desde a criação do PSPP, em janeiro de 2015, a aquisição de ativos tem um objetivo quantitativo mensal, devendo as compras ser feitas em linha com a chave de capital ajustada aos países elegíveis

³⁹ “*ECB prolongs QE but at lower level of €60bn a month*”, Financial Times, 8 de dezembro de 2016, <https://www.ft.com/content/db64606a-bd3b-11e6-8b45-b8b81dd5d080>.

⁴⁰ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

⁴¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/pr170216.en.html>.

(exclui a Grécia), cabendo a Portugal os já referidos 2,55% do volume mensal de compras. A concretização destes objetivos está sujeita a um conjunto de restrições, que limitam a elegibilidade de títulos passíveis de serem adquiridos.

Originalmente, para serem elegíveis, os títulos deveriam ter como características:

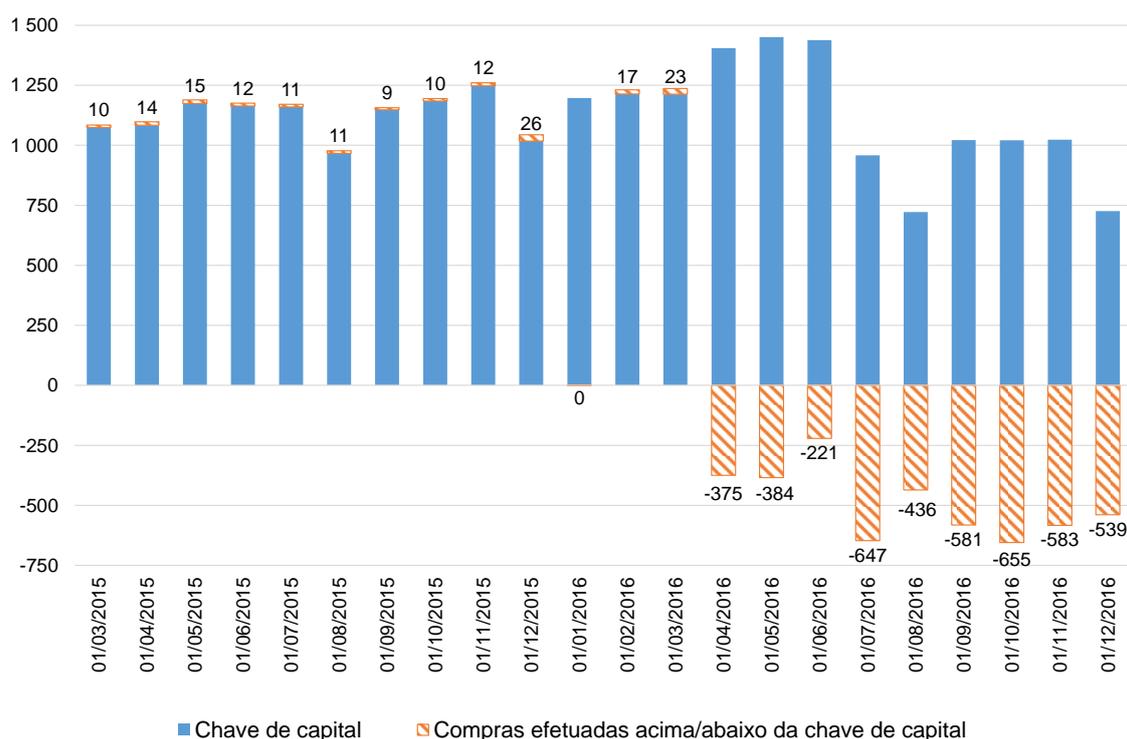
- Maturidade entre 2 e 30 anos;
- Taxa de juro (*yield*) acima da taxa de depósitos do Eurosistema;
- Um limite máximo de aquisições correspondente a 25% por emissão e 33% por emitente.

A maioria das alterações feitas ao desenho original do programa foram no sentido de aumentar o universo de ativos elegíveis, de modo a permitir a concretização dos objetivos quantitativos mensais do PSPP. Assim:

- Em Julho de 2015, a lista de emitentes elegíveis foi alargada;
- Em setembro de 2015, o limite de 25% por emissão foi alargado para os 33% para todas as emissões que ou não incluam CACs ou incluam CACs que cumpram o disposto no artigo 12.º, n.º 3 do Tratado que cria o Mecanismo Europeu de Estabilidade (a qual define as CAC-modelo para a área do euro).

Apesar das alterações que foram sendo introduzidas no sentido de aumentar o universo de ativos elegíveis, o cumprimento dos objetivos quantitativos do programa foi sendo feito à custa da violação da chave de repartição de capital ajustada. Os maiores países da zona euro – Alemanha, França, Itália e Espanha – tiveram um volume de aquisições acima da sua chave de capital; nos países mais pequenos aconteceu o oposto. Portugal foi o país elegível para o PSPP com o maior desvio face à sua chave de capital ajustada. Os dados das compras de dívida pública portuguesa efetuadas após março de 2016 (ver figura infra) são reveladores das dificuldades que Portugal tem em assegurar a sua quota-parte da meta de compras estabelecida, por escassez de *stock* de dívida elegível:

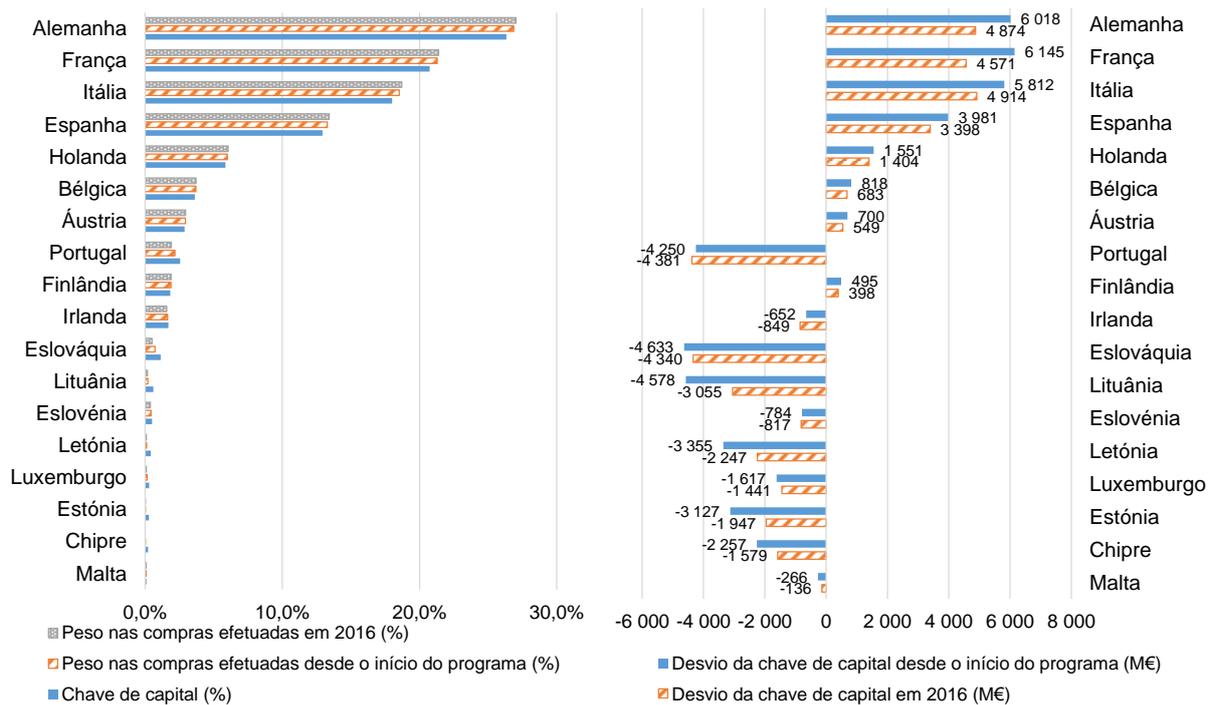
Figura 21 - Compras mensais de dívida pública portuguesa no âmbito do PSPP



Fonte: BCE e cálculos próprios

Durante o ano de 2016, Portugal foi o país que mais longe (1,9%) ficou de concretizar a sua chave de capital (2,55%) no volume de compras de dívida pública efetuado através do PSPP (ver Figura 22): as compras de dívida pública portuguesa efetuadas ficaram 4 380 milhões de euros abaixo do montante que resultaria da aplicação da chave de capital. Se tivesse sido cumprido de acordo com o objetivo do programa, o BCE e o BdP poderiam ter comprado, em 2016, um total de 17 770 milhões de euros de títulos de dívida pública portuguesa, ao invés de “apenas” 13 390 milhões de euros.

Figura 22 - Compras por país no âmbito do PSPP



Fonte: BCE e cálculos próprios

A última alteração nos critérios do PSPP alargou as aquisições às obrigações com maturidade mínima residual de um ano (face ao limite anterior de dois anos). Para Portugal, esta alteração permite a elegibilidade de cerca de mais 2 700 milhões de euros, relativos a 33% do saldo nominal vivo de uma OT que vence em junho de 2018 (taxa de 4,45%). Contudo, é provável que o volume de compras adicionais desta série seja pequena, uma vez que estes títulos de dívida já tinham sido adquiridos pelo BCE no âmbito do SMP.

Torna-se, também, possível a compra de obrigações com taxas de juro inferiores à da taxa de depósitos (-0,40%). Esta possibilidade vem apenas favorecer os países do centro e norte da Europa, em particular, a Alemanha. Para Portugal, é expectável que os desvios face à chave de capital se acentuem face a 2016.

O limite de 33% por emitente não tem o mesmo efeito em todos os países. Ao incidir sobre uma parcela da dívida pública portuguesa que exclui toda a dívida ao sector oficial, o limite de 33% por emitente acaba por limitar ainda mais o *stock* de ativos elegíveis quando comparado com o caso italiano, que tem uma dívida em percentagem do PIB equivalente. Ambos os países têm uma dívida bruta das administrações públicas de Maastricht de cerca de 130% do PIB, mas enquanto em Portugal um terço da dívida titulada de médio e longo prazo representa 16,3% da dívida total em Itália representa 26,5%.

Quadro 19 - Comparação de Portugal e Itália: peso da dívida titulada de médio e longo prazo.

	Portugal	Itália
Dívida Titulada de MLP	118 034	1 765 349
	49,0%	79,6%
Dívida total	241 106	2 217 693
Um terço da dívida obrig. MLP	16,3%	26,5%

Fonte: Banco de Itália e Banco de Portugal

Mantendo os atuais critérios de elegibilidade, cujas sucessivas revisões não só não corrigiram os desvios face à chave de capital, como até os agravaram, o atual desenho do PSPP penaliza Portugal. Para ultrapassar este constrangimento, e para reduzir o atual desvio face à chave de capital, só há duas possibilidades: ou as regras são alteradas no sentido da flexibilização do limite de 33% por emitente, o que é pouco provável, ou Portugal emite mais dívida que o previsto.

1.3. O efeito estimado das alterações ao PSPP no mercado de dívida pública portuguesa

De acordo com as regras do PSPP em vigor até ao início de dezembro de 2016, estima-se que BCE e BdP poderiam adquirir até 32,3 mil milhões de euros de dívida pública portuguesa, entre março de 2015 e março de 2017. Tal montante de compras de dívida pública portuguesa corresponderia a cerca de 2,55% do total de compras de ativos do PSPP até essa data, i.e., à chave de capital ajustada de Portugal no capital do BCE.

Com a extensão do programa alargado de compras de ativos de março até dezembro de 2017, o volume global de compra de ativos do PSPP aumenta significativamente. No caso de Portugal, a extensão do PSPP poderia permitir compras adicionais de dívida pública portuguesa de cerca de 11 mil milhões de euros. Ou seja, no âmbito do PSPP, poderiam ser adquiridos, entre março de 2015 e dezembro de 2017, cerca de 44 mil milhões de euros de dívida pública portuguesa, i.e., cerca de 2,55% dos activos do setor público de países membros adquiridos pelo BCE e Bancos Centrais Nacionais no âmbito do PSPP, nesse mesmo período.

Contudo, as regras do PSPP limitam as compras de dívida pública a 33% de cada série de dívida titulada transacionável, emitida em euros, para títulos de dívida que não incluam CACs ou que incluam CACs que cumpram o disposto no artigo 12.º, n.º 3 do Tratado que cria o Mecanismo Europeu de Estabilidade (a qual define as CAC-modelo para a área do euro). Como referido acima, no caso de Portugal, o limite de 33% já foi praticamente atingido para todas as séries de Obrigações do Tesouro, porque o país dispõe de relativamente pouca dívida titulada transacionável. Assim sendo, contabilizando o efeito desta restrição ativa que é o limite de compras de dívida pública a 33% de cada série de dívida titulada, as compras de dívida pública pelo BCE e pelo BdP irão ficar muito abaixo do volume teórico máximo permitido pela chave de capital ajustada de Portugal no capital do BCE. No concreto, estima-se que o BCE e BdP possam vir a adquirir entre março de 2015 e dezembro de 2017, entre 30 e 31 mil milhões de euros de dívida pública portuguesa, que corresponderia à aquisição, em 2017, entre 5 e 6 mil milhões de euros de dívida pública portuguesa. Assim, o volume de compra de

títulos de dívida pública portuguesa pelo BCE e pelo BdP ficaria aquém do máximo teórico em cerca de 14 mil milhões de euros.

1.4. Alterações sugeridas

O IGCP planeia emitir cerca de 15 mil milhões de euros de dívida de médio e longo prazo em 2017, plano esse anterior à data do anúncio, pelo BCE, a 8 de dezembro de 2016, da extensão do PSPP de março até dezembro de 2017.

Na prática, a extensão do PSPP de março até dezembro de 2017, reduz o esforço de emissão de dívida de médio e longo prazo do IGCP. Tal ocorre porque cerca de 3 a 4 mil milhões de euros de dívida pública, que antes teria de ser adquirida por investidores institucionais, passará a ser adquirida pelo BCE e pelo BdP, no âmbito do PSPP, entre abril e dezembro de 2017.

Assim sendo, para manter aproximadamente constante o volume de dívida de médio e longo prazo a ser adquirida por investidores institucionais (face ao plano existente antes do anúncio da extensão do PSPP), seria necessário aumentar as emissões de dívida de médio e longo prazo em 2017. Considerando igualmente que, de um eventual aumento de emissões de dívida de médio e longo prazo pelo IGCP, resultaria um aumento adicional (em um terço) de compras por parte do BCE e BdP, afigura-se que o volume de emissões de dívida de médio e longo prazo do IGCP poderia aumentar cerca de 6 a 8 mil milhões de euros, face ao inicialmente previsto para 2017, podendo atingir cerca de 21 a 23 mil milhões de euros.

Colocar-se-iam, nesse caso, duas questões:

- Qual o perfil de maturidade da dívida de médio e longo prazo que deveria ser emitida em 2017?
- Uma vez que as necessidades de financiamento são muito mais baixas, que aplicação deveria ser dada a esses fundos?

Em relação à primeira questão, afigura-se que o perfil de maturidade da dívida de médio e longo prazo deveria ser relativamente curto, sobretudo com maturidades de 1, 2, 5 e 6 anos o que permitiria baixar mais rapidamente a taxa de juro implícita média da dívida pública bem como a maturidade média da dívida. Por outro lado, asseguraria um perfil anual quase constante de volumes de dívida de médio e longo prazo com maturidade até 2023 em torno dos 10 a 13 mil milhões de euros.

Se o BCE viesse a prorrogar o programa de expansão quantitativa em 2018, como é provável que ocorra, essa dívida emitida a 1 e 2 anos poderia ser então substituída por dívida com maturidades mais longas.

Em relação à segunda questão, afigura-se que os fundos deveriam ser utilizados para amortizar antecipadamente dívida ao FMI até ao montante em dívida ficar próximo da quota de Portugal (5 mil milhões de euros) e, por conseguinte, com o grosso do empréstimo (4,821 milhões de euros) sujeito a uma taxa de juro 300 p.b. mais baixa que a atual (4,3%) e outra dívida pública com taxas de juro elevadas. Esta seria uma forma de reforçar o impacto positivo nas contas públicas de aumentar o

volume de emissões para reembolsar os empréstimos do FMI e outra dívida pública com taxas de juro elevadas: para além da poupança em juros decorrente da substituição de dívida com taxas de juro elevadas por dívida com taxas de juro mais baixas, o aumento da percentagem de dívida titulada na dívida total também permitiria aumentar o volume de ativos elegíveis para o PSPP, contribuindo assim para reduzir o atual desvio nas compras mensais de dívida pública face às compras correspondentes à chave de capital ajustada de Portugal no capital do BCE.

2. Um processo Europeu de reestruturação das dívidas públicas

É importante que o Governo tenha estudado e preparado cenários concretos de reestruturação da dívida pública ao setor oficial que possam ser utilizadas como base de discussão em potenciais futuras negociações multilaterais no contexto europeu sobre o endividamento excessivo. Por um lado, o Governo poderá contribuir para esse processo de negociação com propostas construtivas que possam ser utilizadas não só no caso de Portugal, mas também com outros países membros. Por outro lado, é importante que o Governo disponha de análises que lhe permitam avaliar qual o nível de reestruturação de dívida que seria importante defender no contexto dessas negociações, para que esta reestruturação de dívida possa ter o impacto necessário de forma a alterar de forma permanente a dinâmica (e a sustentabilidade) da dívida pública e da dívida externa portuguesas. Mais concretamente, é importante que, também no caso português, haja um acordo em relação às metas de longo prazo do saldo primário, simultaneamente compatíveis com os nossos compromissos futuros com os nossos credores e com o desenvolvimento económico e social do país.

O debate em torno da reestruturação e mutualização das dívidas, no espaço europeu, já tem mais de uma década e continua quer nos círculos académicos quer em outros *fora*.⁴² Os membros do Grupo de Trabalho prosseguirão as suas reflexões sobre este tema, que, em particular, será parte significativa do debate nos países do euro.

2.1. Uma proposta de reestruturação da dívida

A proposta que o GT sugere nesta secção, meramente como exemplo do tipo de reestruturação que seria possível, baseia-se nos instrumentos que já foram desenvolvidos e utilizados pelas instituições de governo da zona euro, em particular no programa de compra alargada de ativos do BCE (vertente PSPP) e nos empréstimos do Mecanismo de Estabilidade Europeu a Estados membros.

Esses dois instrumentos de política económica da zona euro são, na realidade: o primeiro, um programa de expansão quantitativa, temporário (por cerca de 10 anos) que, entre outros aspetos, prevê a aquisição de dívida pública (PSPP) dos países membros pelo BCE e pelo Banco Central Nacional; e o

⁴² Ver, por exemplo, o artigo de 2016 do Conselho Alemão de Peritos Económicos, “*A Mechanism to Regulate Sovereign Debt Restructuring in the Euro Area*”.

segundo, uma forma de mutualização da dívida pública de países membros (através do Mecanismo Europeu de Estabilidade e instrumentos europeus que o precederam).

A proposta do GT é a seguinte:

- Transformar o PSPP num programa permanente, através do qual o BdP, num âmbito do programa de compra alargada de ativos do BCE, se comprometeria a manter para sempre no seu balanço, para efeitos da condução da política monetária, os cerca de 28 mil milhões de euros de dívida pública (Obrigações do Tesouro) que se prevê venha a adquirir até dezembro de 2017 no âmbito do PSPP. Para tal teria de voltar a adquirir Obrigações do Tesouro de igual montante, após a maturidade das OTs adquiridas no âmbito do programa PSPP;
- Alargar a dimensão e o efeito do programa de mutualização da dívida pública portuguesa com credores oficiais europeus (FEEF, MEEF e MEE), que em dezembro de 2016, concediam empréstimos de aproximadamente 51,6 mil milhões de euros com uma taxa de juro média de 2,4% e uma maturidade média residual de 15,6 anos. A proposta passaria por uma reestruturação desses empréstimos do sector oficial. O atual empréstimo do sector oficial europeu seria reescalonado com uma taxa de juro média de 1% e com uma maturidade média residual de 60 anos (isto, é um alongamento de maturidades de mais 45 anos em relação à maturidade média residual em dezembro de 2016).

A reestruturação de dívida seria baseada numa redução da taxa de juro e no alongamento de maturidades da componente mutualizada da dívida pública. Não seria necessária uma reestruturação do valor facial dessa parte da dívida pública. A restante dívida pública e a dívida ao FMI não seria afetada. A reestruturação não constituiria um evento formal de incumprimento uma vez que seria realizada através de acordo com os parceiros europeus e só a dívida ao sector oficial da União Europeia seria reestruturada de forma voluntária.

Ou seja, um total de 51,6 mil milhões de euros da dívida direta do Estado seria mutualizada a nível europeu, o que, em conjunto com a dívida pública adquirida pelo BCE e pelo BdP no âmbito do PSPP, contribuiria para uma muito significativa redução da despesa com juros e do valor presente da dívida pública e da dívida externa. Esta medida seria acompanhada por três das medidas pontuais de otimização da restante dívida pública identificadas na Parte II deste relatório (alteração da política de provisões do Banco de Portugal, a otimização da gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas e a redução da maturidade média da dívida). Contudo, uma vez que a maturidade da dívida ao sector oficial aumentaria mais 45 anos, passando a possuir uma maturidade média residual de cerca de 60,5 anos, a estratégia passaria por reduzir a maturidade média da restante dívida pública para 4,5 anos após os anos de pico de refinanciamento da dívida (2021 e 2022). Na realidade existe uma interação entre estas medidas. A capacidade de estender a maturidade dos empréstimos do sector oficial permitiria também – não no imediato, mas no futuro – a redução da almofada financeira que depende das necessidades brutas de financiamento do Estado.

Quadro 20 - Efeitos da reestruturação da dívida do sector oficial bem como das medidas propostas nas contas públicas.

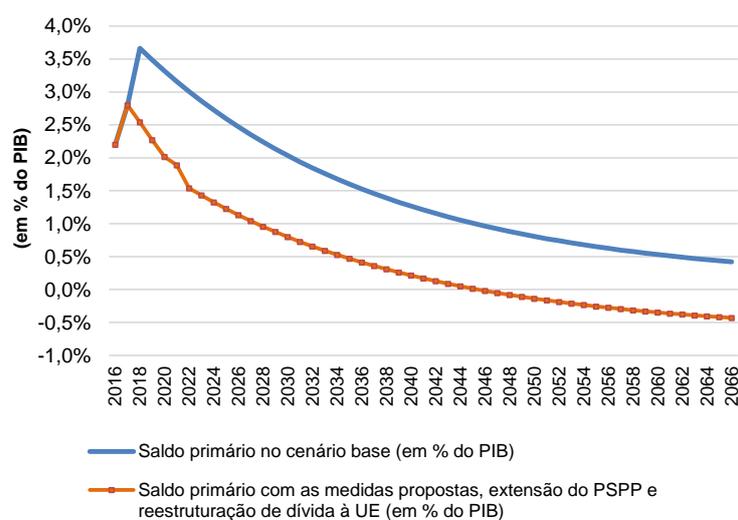
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Reestruturação da dívida às instituições da UE e medidas de otimização da DDE								
Efeitos nas contas públicas (em milhões de euros, ótica de contabilidade pública)								
Medida I - Alteração dos procedimentos do BdP para constituição de provisões								
Efeito nas receitas da alteração da política de provisões do BdP		451	195					
Medida II - Diminuição da maturidade média da DDE (excl. setor oficial)								
Despesa com juros DDE (excl. setor oficial) com maturidade atual (6,6 anos)	5 561	5 557	5 557	5 557	5 557	5 557	5 557	5 557
Despesa com juros após redução de maturidade	5 561	5 557	5 170	4 900	4 665	4 513	4 429	4 277
Redução da despesa pública (Medida II)			387	657	893	1 044	1 128	1 280
Medida III - Pagamento antecipado de 7 920 M€ de dívida ao FMI								
Despesa com juros da dívida ao FMI	750	589	171	71	71	71	42	12
Custo do financiamento de substituição com maturidade idêntica			57	57	57	30		
Redução da despesa pública (Medida III)			284	284	252	68		
Medida IV - Melhoria da gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas								
Despesa com juros das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas	659	795	594	528	462	462	330	396
Redução da despesa pública (Medida IV)			135	201	267	267	399	333
Medida VI - Reestruturação da dívida às instituições da UE								
Despesa com juros da dívida às instituições da UE	1 342	1 228	516	516	516	516	516	516
Redução da despesa pública (Medida VI)			712	712	712	712	712	712
Redução efetiva da despesa consolidada com juros			1 034	1 357	1 544	1 585	1 867	1 913
Efeito global das quatro medidas propostas		451	1 229	1 357	1 544	1 585	1 867	1 913
Impostos e dividendos pagos pelo BdP (programa PSPP)			680	875	875	875	875	875
Efeito total das medidas propostas e do programa PSPP		451	1 909	2 232	2 419	2 460	2 742	2 788
Dívida Directa do Estado (DDE)	236 355	234 400	234 400	234 400	236 700	232 300	234 300	234 500
Taxa de juro implícita da DDE	3,2%	3,1%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%
Maturidade residual média DDE (excl. dívida ao sector oficial)	6,6	5,8	5,3	4,9	4,8	4,8	4,9	4,9
Cálculo do valor presente								
Valor presente da Dívida Direta do Estado	163 979 M€							
Redução do valor presente em percentagem do valor facial da dívida	31%							
Redução de dívida em percentagem do PIB	39%							
Medida equivalente da dívida pública (Maastricht) em percentagem do PIB	91,7% do PIB de 2016							

Fonte: Estimativas do GT

Com este formato – reestruturação da dívida ao setor oficial europeu acompanhada de medidas de otimização da gestão da restante dívida pública – a dívida direta do Estado seria reestruturada em cerca de 31%, atingindo-se uma redução do valor presente da dívida pública de cerca de 39% do PIB. De forma simplificada, estima-se que o valor presente da dívida pública (estimativa equivalente à “dívida de Maastricht”) cairia de 130,7% para cerca de 91,7% do PIB.

A despesa com juros cairia cerca de 450 milhões de euros em 2018. A partir de 2023 a diminuição estimada da despesa pública com juros seria de perto de 1900 milhões de euros por ano. Contabilizando igualmente o efeito do programa PSPP do BCE, o efeito global representaria cerca de 2800 milhões de euros por ano. A taxa de juro implícita da dívida da República (excluindo rendimentos do programa PSPP do BCE) cairia para cerca de 2,3% em 2023.

Figura 23 - Saldo primário necessário para assegurar a trajetória da dívida pública de acordo com as regras do PEC



Fonte: Estimativas do GT

A reestruturação de 51,6 mil milhões de euros de dívida ao sector oficial da União Europeia com alongamento de maturidades por mais 45 anos e diminuição da taxa de juro para 1%, acompanhados pela aquisição permanente de 28 mil milhões de euros de dívida pública adquirida no âmbito do programa PSPP, contribuiriam para uma redução muito significativa do esforço de consolidação orçamental noutras rubricas que não a despesa com juros. De facto, o conjunto dessas medidas e da reestruturação e dívida seria equivalente a uma redução da taxa de juro implícita da DDE de 3,1% em 2017 para 2,3% em 2023. Acresce que a extensão do PSPP teria um impacto favorável nas receitas públicas em cada ano (de 0,4% do PIB em 2023). O pico de esforço de consolidação orçamental passaria a ocorrer em 2017, com a exigência de um saldo primário máximo de 2,8%. Só seria necessário registar saldos primários superiores a 2% do PIB até 2020 e saldos primários superiores a 1% do PIB até 2028. Por conseguinte, este afigura-se ser um esforço de consolidação orçamental muito mais suave do que o atual.

É possível desenhar outras reestruturações da dívida pública baseadas quer no programa de expansão quantitativa do BCE quer na mutualização da dívida pública pelo setor oficial União Europeia, sendo a proposta acima apresentada meramente um exemplo possível de um tipo de reestruturação que colocaria a dívida pública portuguesa numa trajetória sustentável e o saldo primário compatível com a convergência económica e a coesão social do país.

Embora existam várias alternativas e vários modelos possíveis de reestruturação de dívida para assegurar a sustentabilidade da dívida pública portuguesa, é importante que a reestruturação de dívida a ocorrer seja de dimensão suficiente para assegurar que não se torna necessária nova reestruturação de dívida poucos anos depois.

2.2. Efeitos das medidas propostas nas contas externas e na dívida externa

Os principais impactos das medidas propostas nas contas externas (balança de rendimento primário) resultam fundamentalmente:

- Redução da dimensão da almofada financeira, que se estima resultará numa diminuição do endividamento externo num montante próximo do montante da redução da almofada financeira;
- Redução da maturidade média da DDE e, em particular, do aumento de emissões de Bilhetes do Tesouro e da redução da maturidade das novas emissões de dívida de médio e longo prazo (Obrigações do Tesouro);
- Da reestruturação de 51,6 mil milhões de euros de dívida ao sector oficial da União Europeia (“mutualização da dívida”), com redução da taxa de juro para 1% nesses empréstimos do sector oficial; e
- Aquisição permanente de 28 mil milhões de euros de dívida pública, em resultado da alteração proposta do programa PSPP (de expansão quantitativa).

Quadro 21 - Efeitos das medidas propostas na balança de rendimento primário.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Medidas pontuais para a otimização da despesa pública								
Efeitos nas contas externas (em milhões de euros, ótica de contabilidade pública)								
Medida II - Diminuição da maturidade média da DDE (excl. setor oficial)								
Redução dos débitos brutos da balança de rendimento primário (Medida II)			101	189	263	303	357	418
Medida III - Pagamento antecipado de 7 920 M€ de dívida ao FMI								
Redução dos débitos brutos da balança de rendimento primário (Medida III)			284	284	252	68		
Medida IV - Melhoria da gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas								
Redução dos débitos brutos da balança de rendimento primário (Medida IV)			128	184	235	230	335	270
Medida VI - Reestruturação da dívida ao sector oficial da União Europeia								
Redução dos débitos brutos da balança de rendimento primário (Medida VI)			712	712	712	712	712	712
Redução efetiva dos débitos brutos da balança de rendimento primário			1 082	1 153	1 210	1 245	1 404	1 400
Efeito do programa PSPP nos débitos brutos da balança de rendimento primário	584	1 018						
Efeito total das medidas propostas e do programa PSPP	584	1 018	2 100	2 171	2 228	2 264	2 422	2 418

Fonte: Estimativas do GT

A Medida I - Alteração dos procedimentos do Bdp para constituição de provisões, só afetaria as contas públicas não tendo qualquer impacto nas contas externas uma vez os efeitos nas contas externas resultam diretamente do programa PSPP. A Medida V - Extensão permanente do programa PSPP do BCE -, só afetaria as contas externas quando os efeitos do PSPP chegassem ao fim, isto é, a partir de 2030. Por conseguinte, não se incluem os efeitos dessa medida no quadro acima.

A reestruturação da dívida ao sector oficial da União Europeia e a aquisição de 28 mil milhões de euros de dívida pública portuguesa no âmbito do programa PSPP do BCE, em combinação com as restantes medidas propostas, teria um efeito significativo e relevante na balança corrente e na dívida externa líquida do país. De facto, as medidas propostas, incluindo extensão do programa PSPP, teriam um efeito favorável na balança de rendimento primário entre 2 200 e 2 400 milhões de euros por ano entre 2018 e 2023 (cerca de 1,1% do PIB em cada ano) e de 2 400 milhões de euros por ano a partir dessa data.

Tal programa de reestruturação de dívida negociado com os parceiros europeus, em conjunto com as medidas propostas pelo GT seria equivalente a uma redução do valor presente da dívida externa líquida de cerca de 32% do PIB de 2017 ou seja, o valor presente da dívida externa líquida cairia para cerca 69% do PIB, uma redução muito significativa, mas que ainda assim deixaria a dívida externa líquida muito acima do limiar considerado como um nível de dívida externa sustentável (cerca de 40% do PIB, de acordo com *Manasse e Roubini*⁴³).

⁴³ Manasse e Roubini, 2009 ““Rules of thumb” for sovereign debt crises”, *Journal of International Economics*, V. 78, p. 192–205.

PARTE IV – Notas finais

Como vimos na Parte I deste relatório, a crise internacional de 2008/2009 conduziu a uma recomposição acelerada da dívida externa portuguesa, resultando um aumento significativo do peso das administrações públicas na dívida externa total. Fatores como a atuação dos estabilizadores automáticos em contexto recessivo e injeções de capitais em empresas públicas e privadas traduziram-se num acentuado aumento da dívida pública, tornando-a assim no principal componente da dívida externa portuguesa.

O papel destacado da dívida pública no conjunto da dívida externa portuguesa justifica a centralidade que foi atribuída neste relatório às estratégias de redução da dívida das administrações no curto e médio prazos. Não obstante a sua importância decisiva, o sucesso destas estratégias não assegura por si só a sustentabilidade da dívida externa portuguesa no longo prazo. Nestas notas finais do relatório procura-se identificar alguns eixos que deverão orientar o desenvolvimento do trabalho neste domínio e que não foi possível de realizar até aqui.

Tal como se discutiu anteriormente, vários fatores contribuíram para a deterioração das contas externas portuguesas nas últimas duas décadas. De entre eles destacam-se o excessivo endividamento (principalmente privado) decorrente da queda acentuada da taxa de juro real num contexto de liberalização financeira e de estabilização macroeconómica desde meados dos anos noventa, bem como os choques competitivos a que foram sujeitos os sectores produtivos mais expostos à concorrência internacional desde a viragem do século. A estes fatores acrescem opções de política económica, nomeadamente a frequente adoção de posições orçamentais pró-cíclicas, que contribuíram para acentuar os desequilíbrios macroeconómicos do país. Desde o irromper da grande crise financeira internacional até 2013 o aumento do rácio da dívida externa sobre PIB foi fortemente determinado pela variação negativa do PIB nominal. Todos estes fatores indiciam as preocupações que devem orientar uma estratégia global de promoção da sustentabilidade da dívida externa portuguesa no futuro.

Importa ter presente que a prevenção da acumulação de desequilíbrios externos é em larga medida determinada por decisões tomadas por instâncias não nacionais, em particular (mas não exclusivamente) no quadro da participação de Portugal na União Económica e Monetária europeia. A experiência das últimas décadas é reveladora dos impactos potenciais nas contas externas portuguesas de fatores que extravasam em maior ou menor medida o poder de influência das autoridades nacionais, como sejam: a regulação e supervisão do sistema financeiro; os níveis de taxas de juro e de câmbio na zona euro; as várias formas de transferências correntes e de capital a partir do exterior; os acordos de comércio internacional da UE; as políticas orçamentais e de rendimentos prosseguidas nos principais parceiros comerciais de Portugal; as regras de concorrência no seio do Mercado Único Europeu; ou o preço do petróleo e de outras matérias-primas indispensáveis. Tendo isto presente, a participação de Portugal em mecanismos de coordenação e cooperação internacional deve ter sempre presente a preocupação de promover soluções que contribuam para a sustentabilidade das contas externas portuguesas.

Em qualquer caso, as características estruturais da economia portuguesa – nomeadamente a sua elevada dependência tecnológica e energética, a reduzida intensidade de conhecimento da estrutura

produtiva e do tecido empresarial, e a escassez de capitais próprios – constituem desafios permanentes à sustentabilidade das contas externas de Portugal.

Desta forma, o Grupo de Trabalho considera desejável o desenvolvimento de uma estratégia nacional abrangente e sistemática de promoção e reforço da sustentabilidade das contas externas portuguesas, que poderá considerar elementos como:

- O estímulo à redução de consumos que envolvam uma elevada dependência de importações, que seja compatível com outros desígnios de desenvolvimento nacional (e.g., aumento da eficiência no uso de recursos, em particular no domínio energético; ou a promoção dos circuitos curtos, em particular no domínio agroalimentar);
- O estímulo ao aumento do peso do consumo de bens e serviços com elevado valor acrescentado nacional incorporado e que concorram para outros desígnios de desenvolvimento nacional (e.g., produtos regionais tradicionais, turismo em espaço rural e de natureza, atividades culturais e artísticas, etc.);
- A introdução de critérios de redução da dívida externa nas decisões de investimento público com maior expressão financeira, bem como nas políticas fiscais e de rendimentos;
- A valorização do valor acrescentado nacional como critério orientador das políticas de apoio às atividades produtivas;
- O apoio ao desenvolvimento de atividades produtivas com forte enraizamento nacional e elevado potencial de inserção nos mercados internacionais;
- A aposta sustentada e persistente no aumento da intensidade tecnológica e de conhecimento do tecido produtivo português.